

Evolving Markets

focus

グローバル投資展望
2015年5月31日

日本、アジアの中央銀行および欧州についての分析

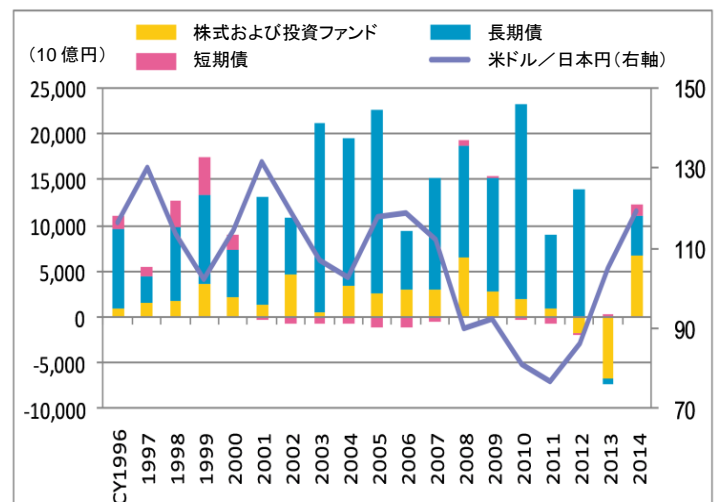
本稿では、当社が最も注目している投資家の皆様もおそらく気にかけていると思われる重要問題について検討する。まず、日本からの対外資金フローの新たなトレンドについて検討する。このトレンドは円安の一要因であると同時に外国の資本市場の上昇要因にもなっている。外国株式を購入する動きは特に注目に値する。

次に、アジアの中央銀行が通貨戦争に関与したのか、またその行為が特定の場合に正当化されるのかという疑問について考える。

第三に、日本の最近の GDP について検討し、日本株式への投資を検討する際に日本の GDP についてさほど心配する必要がないことを示唆する。

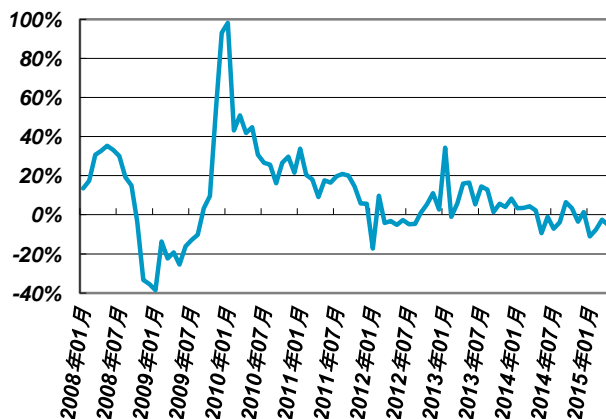
最後に、当社のロンドンのスタッフが、最近の欧州債券の軟調を分析し、このトレンドが継続するか否かについて検討する。欧州の債券価格は米国債の価格に大きな影響を与え、それが次に米国の株価にも大きく影響するため、この問題は徹底して理解すべき重要事項である。

日本の年間対外資金フロー



出所: 財務省

韓国の中国向け輸出高、前年同月比 (2015年4月まで)



出所: ブルームバーグ

マーケットウォッチ

当社は、中国の国内需要が改善する兆候を求めて、引き続き韓国の中国向け輸出高を注視している。輸出の継続的低調の一因はウオンの正常化(経常黒字が極めて大きいことと為替介入を控えるよう米国政府から強い圧力がかかっていることから、この傾向はさらに続く可能性がある)と輸入代替にあるのかもしれないが、指標からは、中国の家計と企業の国内需要が改善していないことが示唆されている。中国の最近の改革により、当社では国内環境が改善して一定の投資機会が多数生まれると予想しているため、中国の改善の兆しを求めて中国に関するこの種の最新データを今後も提供していく。

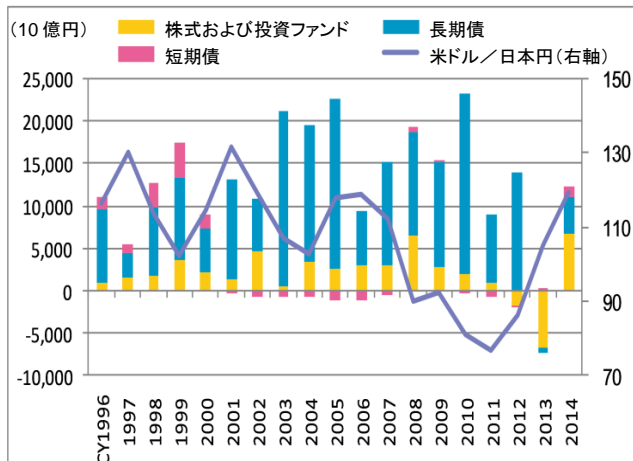
日本の外国株式エクスポージャーの拡大

神山直樹、チーフ・ストラテジスト

2015年5月7日

日本の年金基金は2015年も引き続き運用先をリスク資産にシフトさせ、日本から流出するこうした資金の大半はグローバル株式および債券市場へ向かうと当社は予想する。

図1: 年間資金流出入額



出所: 財務省

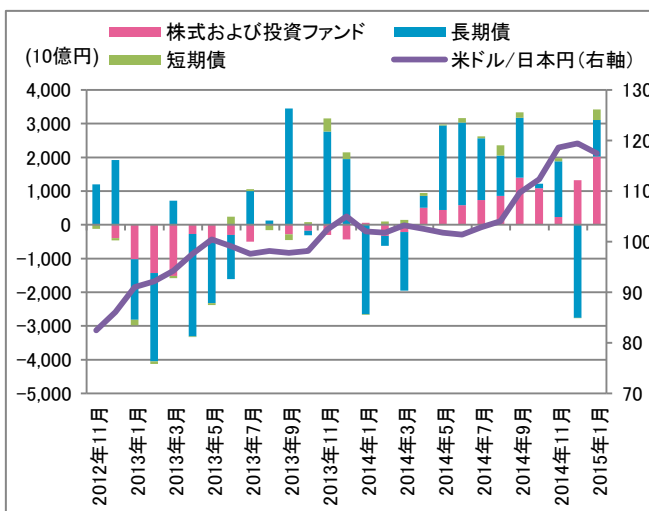
財務省が発表する日本の国際収支状況の対外証券投資の数値を見ると、**長期的な外国投資の資金フローが2014暦年に大きく変化している**ことが分かる。2013年には円安を背景に多額の外国資産を売却し、累積した外国投資から大きな利益を確保したが、その後、日本の投資家は2014年に外国資産を大幅に積み増している。もう一つ2014年が大きく異なる点はアベノミクスの下でリスクテイクが奨励されたことで、**外国株式の購入額が過去最高を記録した**。

アベノミクスが実施されるまでは日本の投資家は「利回り追求派」が主流であり、借入コストの安い日本円で資金を調達し、相対的にクーポンの高い米国債券を購入していた。日本の投資家の多くは、根強い低インフレのため金利は当面低水準にとどまると考えていた。こうした「利回り追求」が利益を生み続けるのに十分な長期間にわたって日本円は安定的に推移したが(ただし80円前後の高水準を維持)、リーマン・ショックのパンニックが収束した後も外国株式投資を拡大するほどリスク選好度が高まることはなかった。2013年に日本の株式市場は堅調に上昇したが、日本の機関投資家は持続的な低インフレは今後も変わらないとの基本的な想定を変えずに株式を売り越した。

日本の投資家がようやくポートフォリオの大幅なリバランスに着手したのは、日銀が2013年4月に2%のインフレ目標政策を発表してかなりの期間が経過した2014年後半になってからである。この政策がインフレを創出する上で重要なのは、日本のポートフォリオがリバランスされることである。投資家のインフレ予想が高まり始めると、国内債券を売却し、株式、不動産および外国資産を購入し始めることが予想される。ところが2013年に投資家は外国株式を含む外国資産を売却し、2014年後半に国内債券の利回り上昇を予想するようになってようやく、資産を保護するためにポートフォリオ・リバランスに取りかかった。

2014年のポートフォリオのリバランスは、かつての「利回り追求」時代とはリスク選好度において明確に一線を画している。2014年に日本の投資家は海外株式を大量に購入したが、2013年には円安を背景に外国資産を売り越していた(図2を参照)。2014年後半が日本の投資家のリスクテイク姿勢の強まりを示す明確な転換点であったと当社は考える。

図2: 2012年11月以降の月間資金流出入額



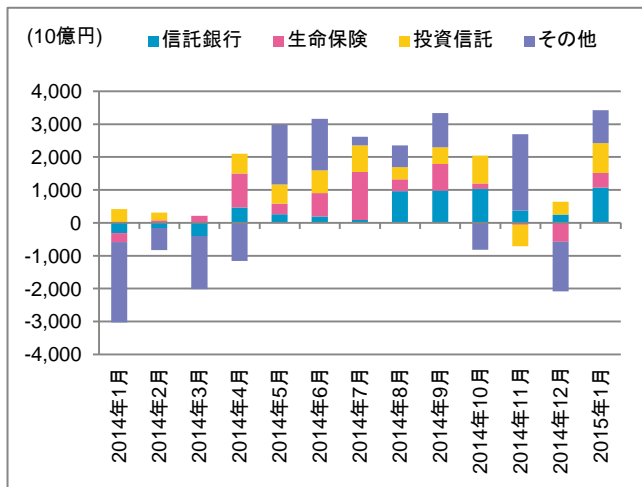
出所: 財務省

「利回り追求」の時代に外国資産を最も積極的に買っていたのは保険会社と銀行であったが、最近では年金がポートフォリオの配分見直しに伴って外国資産を購入し始めている。最も注目すべき点は、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)が137兆円の運用資産の海外株式への配分比率を12%から25%へ引き上げることを決定したことである。この発表後、地方公務員共済組合連合会(*18兆9,000億円)、国家公務員共済組合連合会(*7兆6,000億円)、日本私立学校振興・共済事業団(*3兆8,000億円)など、他の大手公的年金基金もGPIFに続いて配分比率の引き上げを決定した。

*資産運用の額

日本の外国株式エクスポージャーの拡大

図 3: 投資主体別海外資産買越額



出所: 財務省

上記の図が示すように、公的年金の証券保管機関である信託銀行は 2014 年第 3 四半期と第 4 四半期にグローバル株式などの外国資産を購入している。

当社はこうした傾向が 2015 年も続く予想する。GPIF は 2014 年と同様、2015 年も 3 兆円の外国株式を購入する潜在力を持つ。当社は、他の公的年金(共済基金を含めて)も GPIF に倣い、リスク資産へのエクスポージャーを積み増すと見ている。先頃の郵政改革を背景に、ゆうちょ(ゆうちょ銀行)とかんぽ(かんぽ生命保険)は外国株式を大量に購入する可能性が非常に高い。上記の主要機関投資家による外国株式の推定購入額は総額 4 兆 8,000 億円(4,000 億米ドル)を上回る見込みである。外国債券についても同様の傾向が見込まれる。当社は生命保険会社の 10 兆円を含め、日本からの債券購入額は 15 兆 7,000 億円に達すると予想する。一方、これら主要機関投資家による日本株式購入額は 4 兆 6,000 億円に上ると予想する。最適なポートフォリオ配分比率に到達することから、2015 年にはこれら機関投資家の伸び率は横ばいになると予想する。

日本円が安定し、日本の金融機関が国内の金利が上昇に転じる従来とは異なる環境に適応する中で、日本からの資金流出傾向は今後数年続く可能性がある。リスク選好を高めるこうした傾向が反転することは考えにくい。2014 年の外国資産購入額は総額 12 兆円に達している(そのうち株式は 6 兆 7,000 億円)。2015 年には 2009 年の水準に匹敵する 15 兆円(+23%)、2016 年には 20 兆円まで増加しても不思議ではない。2014 年は株式投資額が 6 兆 7,000 億円となり過去最高を記録したが、リーマン・ショック後の正常化プロセスの下でこの傾向は続く予想する。株式投資額は 23%増の 8 兆 2,000 億円に達する見込みである。2015 年末までに日本円の対米ドル・レートが 125 円に達すれば、2016 年に外国債券投資が加速して 10 兆円増加し、株式投資も同程度増加すると見られる(合計 20 兆円)。

2017 年に日本からの資金流出額は総額 23 兆円となり、2010 年の過去最高を更新する可能性がある。2013 年に投資された外国株式はほとんどが米国株であったが、2014 年は主にアジアへ資金が流入している。米国の金利正常化を控え、リスクテイク資金はグローバル経済の再加速を確信してアジア株式など比較的风险の高い地域へ向かう可能性が高い。

上述のような日本の大口投資家のリスク選好姿勢の変化は資金の流れに影響を及ぼすだけでなく、日銀の政策が促進する将来のインフレ実現に極めて好都合な兆候でもある。黒田日銀総裁は 2 年前に参議院で、ポートフォリオのリバランスはインフレ率を健全なレベルに引き上げるために不可欠な要素であると答弁した。日本の投資家は近い将来のインフレを予想して、日本での金利上昇から資産を守るためにポートフォリオを見直し始めたばかりである。こうした予想が根付けば、インフレ目標政策に併せてインフレ率はさらに上昇する公算が大きい。

アジアの中央銀行は世界の通貨戦争に関与したのか？

Woon Khien Chia、シニア・ポートフォリオ・マネージャー

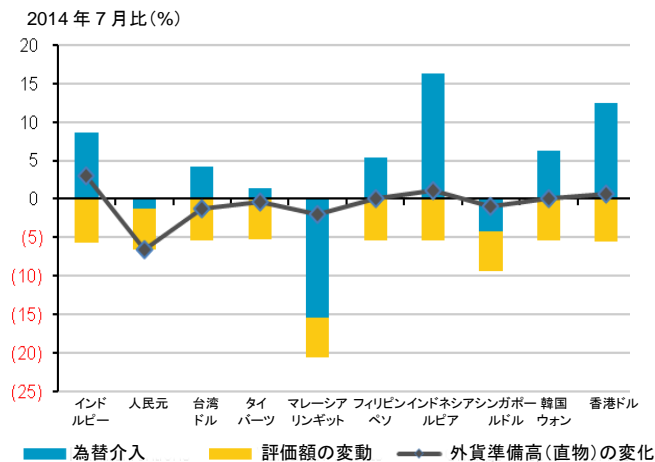
2015年5月27日

アジアの各中央銀行の2015年第1四半期の外貨準備高報告が出揃った。この四半期は記録的なドル高となり、FRBがQE(量的緩和)縮小を議論する中で日本銀行とECB(欧州中央銀行)の金融緩和によって通貨戦争が過熱したと考える向きが多いのだが、アジアの中央銀行の大半は通貨戦争に参加する「罪をおかさなかった」と言えるだろう。アジアの3カ国(マレーシア、シンガポールおよび中国)の中央銀行は、実際にはドル高に対抗してかなり積極的に自国通貨を防衛した。対照的に、インド、インドネシア、韓国およびフィリピンは、自国通貨安を誘導する市場介入に踏み切った模様である。後者の中央銀行は、その行動を正当化できようか。当社の見解では、インド以外の国の中央銀行は、実質実効為替レート(REER)や実質金利が上昇していることからその行動を正当化できる。当社は、これらの国々が実質的な競争力を失った範囲内では、競争力の低下を補うためにその通貨の名目為替レートを切り下げる措置を講じることは正当化できると考える。

ドル高がアジアの外貨準備の評価高に与えた影響

1年前にFRBが金利正常化をほのめかし始めて以来、インドと香港を除くアジアの中央銀行では、蓄積してきた外貨準備高が大幅に減少するか横ばいとなっている。絶対的な金額で見ると中国の減少額が最も大きく、2014年7月のピークから2,600億ドル(7%相当)以上も減少した。割合で見ると、マレーシアの減少が最大で21%減少した。ただし、大半の中央銀行は、外貨準備高の減少の「大半」が為替介入ではなく為替差損を原因とするものであると説明している。当社は、アジアの中央銀行の外貨準備の構成がIMFのCOFER(世界の政府外貨準備の通貨構成)と一致していると仮定し、米ドルに対する主要通貨(ユーロ、日本円、英ポンド、豪ドルおよび加ドル)の下落による評価減の影響を外貨準備高の減少額から控除してみた。その結果、マレーシア、シンガポールおよび中国には「罪がない」ことが分かった。これら3カ国の中央銀行の昨年7月以降の外貨準備高は、為替による評価減の影響を差し引いても純額で大幅な減少となり、しかも驚いたことに、中国の減少は、マレーシアとシンガポールよりも小さかった(図1参照)。その他の中央銀行については、評価減の影響を控除した外貨準備高の変動は5%未満(台湾およびタイ)、5~10%(インドネシア、韓国およびフィリピン)、10%以上(インドおよび香港)のプラスとなった。自国通貨を米ドルに連動させている香港を除き、インド、インドネシア、韓国、およびフィリピンは、昨年1年間にある程度の「通貨安」誘導を行ったと見られる。

図1:外貨準備高の変化

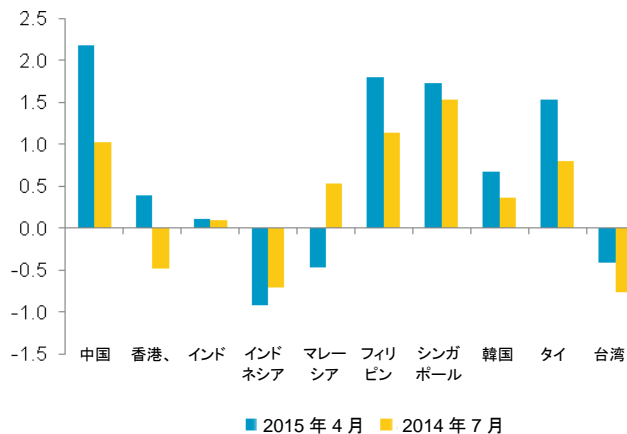


出所:HSBC

REERと実質金利の上昇による実質競争力の低下

中央銀行は、その行動を正当化できようか。通貨の実質実効為替レート(REER)の変化を、2000年以降の平均値と比較してみよう。昨年7月以降に大幅下落した通貨はマレーシアリングとインドルピーだけであり、おおむね横ばいだったインドネシアルピアを除けば他の通貨は実際は上昇している(図2参照)。

図2:REERの2000年以降の平均値からの乖離(数字は標準偏差)

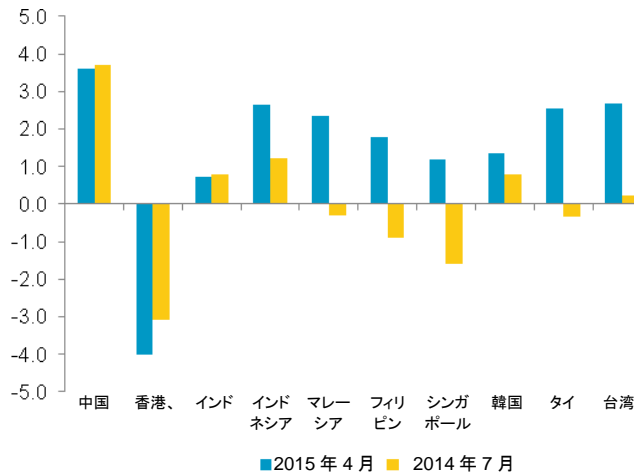


出所:日興アセットマネジメントによる試算

次に、上記の国のインフレ調整後の実質政策金利を見てみよう。インフレ率の低下により、アジア地域では実質政策金利が急上昇した。ただし、中国とインドネシアではインフレ率の低下を受けて名目金利が切り下げられたため、実質政策金利はおおむね変化しておらず、また香港でもフェデラル・ファンドレートを政策金利のベースとしているため変化していない(図3参照)。

アジアの中央銀行は世界の通貨戦争に関与したのか？

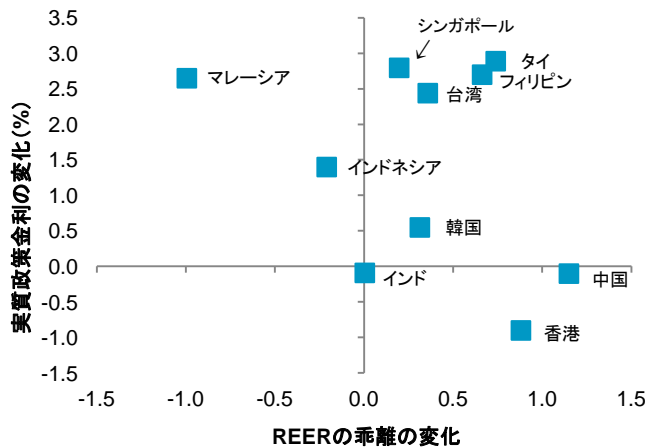
図 3: インフレ調整後実質政策金利 (%)



出所: 日興アセットマネジメントによる試算

結論として、世界の通貨戦争への参加は、実質為替レートの上昇や実質金利の上昇によって正当化され得る。図 4 は上記の 2 つの軽減要素を合わせて散布図にしたものである。アジアのほとんどの中央銀行は、本国通貨安スタンスを正当化できた。ただし、マレーシアとインドは例外であり、マレーシア国立銀行は本国通貨を積極的に防衛し、反対にインド準備銀行はルピー安への誘導を行った。

図 4: 実質政策金利の変化と REER の乖離の変化 (2014年7月~2015年4月)



出所: 日興アセットマネジメントによる試算

株式投資から見る日本の GDP

神山直樹、チーフ・ストラテジスト
2015年5月27日

5月20日に示された2015年1-3月期のGDP1次速報値は、前期比年率+2.4%となった。2四半期連続のプラス、コンセンサスより高い数値であり20日の日経平均株価上昇(+0.85%)の要因の一つとなった。しかし多くのエコノミストが「在庫要因(在庫の減少速度が低下してGDP成長率にプラスに貢献したこと)」が主因であり、今後この効果が剥落すると見たほうがよいと警告している。ここではGDP統計と株価指数の関連性(relevance)について分析した。1)低成長下で在庫の成長率に与える影響が大きくなっている、2)上場企業の収益とGDP統計は、在庫などかく乱要因、輸出と海外子会社の売上の違い、3)企業収益など供給サイドの情報が確報まで反映されないこと、などから関連性が低下している。結論として、GDPと株式市場には概念的な関連性があるが、数値としてのGDP成長率と企業利益成長率や株価リターンにおける統計的関連性はそれほど高くない。

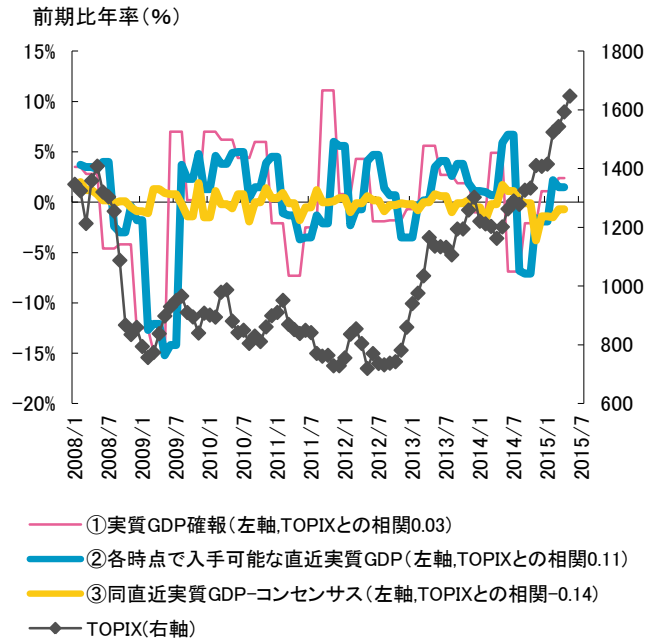
在庫変動の影響が大きい2015年1-3月期のGDP1次速報値

5月20日に示された2015年1-3月期のGDP1次速報値は、前期比年率+2.4%となった。しかし多くのエコノミストが「在庫要因(在庫の減少速度が低下してGDP成長率にプラスに貢献したこと)」が主因であり、今後この効果が剥落すると見たほうがよいと警告している。貢献度は、国内民需+1.3%、在庫+2.0%、公的需要-0.2%、外需-0.7%となった。日本経済が輸出について回復が遅いこと、想定通り公共投資が一巡したこと、内需は回復基調にあることなどが適切に示されたという意味で、GDP統計は見るに値する。実際、2四半期連続のプラス、コンセンサスより高い数値であり20日の日経平均株価上昇(+0.85%)の要因の一つとなったと考えてよい。

しかし日本のGDPにおいて、在庫は減少を続けている。在庫が+2.0%の「貢献」となった理由は、在庫減が続くがそのペースが下がったからに過ぎない。より確かな統計がある製造業の在庫統計によれば、在庫は循環的(傾向として低下していない)なので、非製造業の在庫が構造的に(少なくとも1995年以来)低下しているようだ。これは、小売や卸売の流通在庫が流通手法の改革などで削減されている可能性を示唆しているが、企業分析の担当者はそれほどコスト削減としてめばしい成果を感じていないようだ。つまり、そもそも在庫統計の傾向が何を示しているのか理解するのは難しい。

さらに、在庫統計は変動幅が大きいので、日本のような低成長の経済において、その影響度が大きすぎると言える。民間調査機関の予想が外れる理由はしばしば在庫の見誤りとなっている。つまり、経済の本質的な分析の見誤りではなく「技術的な理由」で予想が結果とずれてしまう。予想に基づき株式市場が価格付けしているとすれば、発表のたびに修正を迫られるが、そのこと自体が市場と経済指標の「関連性」の低下を招く。経済統計のサプライズが市場を動かすという意味での関連性もあまり重大ではなくなる。

TOPIX and GDP (not very highly correlated)



出所: みずほ証券、日興アセットマネジメント

上場企業の収益とGDP統計の関連性が低い

上場企業の収益とGDP統計、より詳細に言えば上場企業の利益成長率とGDP成長率は、いくつかの理由で関連性が薄い。ひとつは上に述べたように、在庫がGDP成長率のかく乱要因となり、企業収益と異なる方向を示すことがある。

また上場企業はGDPの対象企業と比べて製造業比率が高いため、輸出や海外販売の影響が大きい。輸出の変動性が高いため、GDP成長率に占める外需の貢献度は高い。2015年1-3月期の例では、外需の貢献度は+2.4%のGDP成長率に対して-0.7%となっている。この意味では、輸出比率の高い上場企業の収益との動きが無関係と言うわけではない。しかし、それでも大きな差となるのが、大企業の多くが海外生産と販売を行っていることからくる。

連結ベースの企業の財務報告では海外での販売には現地製造と輸出を含むが、GDPでは国内生産分の輸出しか含まない。日本企業の海外生産比率は円の推移に関わらず趨勢として上昇しており、GDPでは拾えない付加価値の源となっている。

また、GDP速報値は消費、設備投資、政府支出、純輸出など需要サイドの値から作られる。つまり、企業収益(経常利益と税金)や賃金など、供給サイドの情報はGDP確報まで反映されない。それゆえ速報値での企業収益との関連性は技術的に低いものとなりやすい。確報で調整(reconcile)されて初めて、企業収益の情報(財務省法人企業統計)の在庫などの詳細がGDP統計に反映される。速報は企業収益との関連性が低い傾向にある。

株式投資から見る日本の GDP

GDP と株式市場には概念的な関連性

結論として、GDP と株式市場には概念的な関連性がある。株式市場は日本経済の状況を GDP 統計の方向から読み解こうとすることに変わりはない。長期的には GDP が高いほど企業収益も高く、株式市場の上昇と論理的につながるだろう。

しかし、数値としての GDP 成長率と企業利益成長率や株価リターンにおける統計的関連性はそれほど高くない。特に循環的な在庫の状況が大きな影響を与え過ぎること、企業収益の詳細なデータが計算に織り込まれるのに時間がかかること、海外での活動の影響が GDP と企業収益とは異なることに留意したい。

ドイツ国債の価格動向は超低金利が終わる兆候か？

アンドレ・セベリノ、米国・欧州債券運用責任者
2015年6月3日

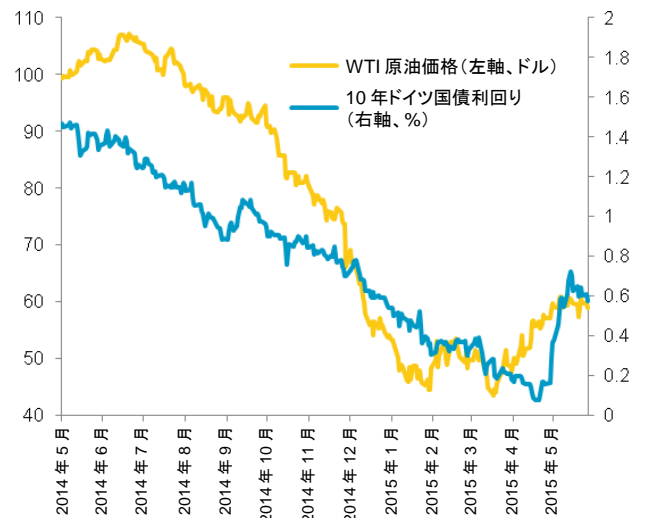
5月にはドイツ国債の価格が下落して、市場を驚かせた。10年ドイツ国債の利回りは、3月に欧州中央銀行(ECB)の量的緩和(QE)が始まってからゼロ金利に近い記録的低水準にあったが、QE以前の高水準にまで上昇した。ドイツ国債利回りの急上昇は流動性の欠如と投資家のポジションによって加速されたと考えられているが、その一方でQEの将来性に疑問が投げかけられ、1兆1,000億ユーロの購入が完全に実施されるのか疑問視されている。当社はドイツ国債の最近の価格動向の背後にある要因の一部に目を向け、それが新たなトレンドの始まりであるのかどうか検討し、この価格動向がECBのQEプログラムの将来的な変化やユーロ圏の超低金利の終了の兆しであるのかどうか考えた。

第一に、この価格下落が世界的現象の一部であったことには留意する意味があるが、ベンチマークである10年ドイツ国債は、フランスを除いてほぼすべての先進国市場を下回った。下落前に5年ドイツ国債の入札が行われたが、その際に十分な応札がなかったことが重要な要因となった可能性が高い。

ドイツ国債が下落すると同時にインフレ指標は予想を上回り、ドイツの4月のCPIは前年同月比0.5%の上昇となり、前月比では横ばいとなった。より広く見て、ユーロ圏全体のインフレ率も、原油価格のデフレ傾向が落ち着くにつれて1月の前年同月比-0.6%の底から4月の0.0%にまで上昇した。ユーロ圏の実質GDPも、ユーロ圏の経済活動の活発化の兆しが見え始めるとともに第1四半期に改善し、予想通り前年同月比1.0%のプラスとなった。そのため、ドイツ国債利回りが急上昇した一因はユーロ圏の見通しの改善である可能性があり、これは、インフレが加速の兆しを見せ始める中でQEプログラムを完全実施するというECBの決意に市場が疑念を抱いている可能性を示唆している。したがって、インフレ率を目標水準(前年同月比2%前後)に安定させるという、QEについてのECBの目標が早期に達成される可能性が出てきている。

ドイツ国債利回りの上昇は、原油価格の回復にも対応している。原油の純輸入国として、ドイツ(およびユーロ圏全体)は期待インフレ率が非常に低くなり、今年初めにはデフレの恐れさえあったが、原油価格の上昇によりこのリスクは明らかに低下した。

ドイツ国債の利回りは原油価格の動きに追随



出所:ブルームバーグ

ファンダメンタルズが影響したことは明らかだが、ドイツ国債利回りの急上昇は現物市場での季節的な流動性の低下と投資家のポジションによっても増幅された。例えば、Eurex債券先物は長期デレートのエクスポージャーをヘッジするために好まれる商品となり、建玉残高が増加して2011年の欧州危機以来の高水準に達した。それと同時にドイツ国債の現物市場と先物市場の流動性が急低下し、JPモルガンによれば、10月の「フラッシュ・クラッシュ」前後の水準を下回った。また、下落が始まってから、ドイツ国債の「トレンドフォロー型のポジション」が清算された公算が大きいと証券会社間では言われており、この急激な動きは他のユーロ圏の債券市場や、為替市場などの他市場にも影響している。

下落を受けたECBの通知では、ドイツ国債の価格動向自体は懸念していないが、その動きの速度と不安定性について懸念していると述べられた。ECBのブノワ・クーレ理事は、ドイツ国債価格の動向が「双方向のリスクを再燃」させるものであり、QEの経済的効果に対する懐疑心の再評価を反映したのもかもしれないと述べた。クーレ理事によれば、ECBは価格変化の速さが流動性の少なさを示すものであると解釈しており、その後ECBは、QEの資産購入のペースを調節する意思を発表した。例えば、ECBは夏季の季節的な流動性の低下に備えて夏季(5月から6月)の購入を前倒しし、その後は必要に応じて購入を先送りすることができる。したがって、QEによる資産購入のペースは今では可変的なものとなっており、これは主要中央銀行のQEプログラムの中で独特である。例えば7月の600億ユーロの購入は、大規模な債券償還とクーポンの支払があるため、需給の観点から見て問題が大きい可能性が高い。

ドイツ国債の価格動向は超低金利が終わる兆候か？

またクーレ理事は、政策金利のさらなる引き下げは行われないと発表した。ECB のマイナスの預金金利(-0.2%)は準備預金の回転率を引き上げてポートフォリオをリバランスする動きを加速させるため、QE を補完する効果を持つと強調した。

QE による購入を夏季に季節的に調整するという最近の発表は、ECB の行動が実は最近の QE の効果に失望したことによるものだという市場の一部での憶測を煽り、ドイツ国債の利回りが QE 以前の高水準に急激に戻る結果となった。しかし、夏季に QE の購入額を増やすという発表が行われる前に、ECB のドラギ総裁は、価格動向にかかわらず QE を完全実施するという、ECB の決意を繰り返していた。またドラギ総裁は、QE プログラムによる資産購入が資産価格と経済への信頼感に大きな影響を与えるとしても、第一の考慮点は、投資、消費、およびインフレに同等の効果があることだと指摘した。そのような意図を持ちながら、「いかなる場合でもインフレの道筋に持続的な調整が見られるまでは、購入プログラムを発表通り完全に実施する」という見解をドラギ総裁は再確認した。

結論

ドイツ国債の利回り曲線が急速にスティープ化したことが新たな持続的なトレンドの始まりであるとは、当社は見ていない。第一に、将来についての市場のインフレ期待を検討する際に中央銀行が使用する一般的な指標である 5 年先 5 年のインフレ率は、米国ではまだ上昇し、ユーロ圏では低下しており、これはドイツ国債の利回り曲線がフラット化する方向に働く。

米国とドイツの 5 年先 5 年ブレイクイーブン・インフレ率の差(ポイント)



出所:ブルームバーグ

さらに、ユーロ圏とドイツの経済指標は改善しているものの、インフレ圧力が抑えられたままであり、高いドイツ国債の利回りを持続的に維持するには十分ではない。

当資料は日興アセットマネジメント アメリカズ・インクが市場環境等についてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに日興アセットマネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、当社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について当社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。尚、資料中の見解には当社のものでなく著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。

日興アセットマネジメント アメリカズ・インクは当社のグループ会社です。