

流動性の衝撃・リクイディティインパクト

目 次

- | | |
|------------------------|-----------------------|
| I. はじめに～流動性と株価 | IV. 急な流動性の高まりは問題か |
| II. 最近の流動性の高まりについて | 1. リスクの高まりとマーケットインパクト |
| 1. グローバルな流動性の変化～日米逆転 | 2. 流動性増大に対する東証の対応と評価 |
| 2. 業種・流動性の変化 | V. おわりに |
| 3. 投資スタイル・流動性の変化～小型・割安 | |
| III. 流動性をとりまく環境変化 | |
| 1. 海外からの日本株ニーズ | |
| 2. 米国国内での日本株 ETF 組成の増加 | |
| 3. 日本銀行の ETF 買入れ | |

野村証券金融工学研究センター 大庭 昭彦

要 約 と 結 論

1. 現在、日本の株式市場には、流動性の衝撃・リクイディティインパクトとも呼ぶべき状況が起きている。流動性を測る典型的な指標である売買回転率でみて、日本は米国よりも低い状況が続いていたが、2012年末以降急激に日本の流動性が高まり、2013年5月末現在では日米が逆転している。また、日本の流動性の増加のしばらく前から株式のバリュエーションが上昇している。
2. 業種別にみると、電力・ガス、金融（除く銀行）、不動産の3業種の回転率の高まりは特に大きい。投資スタイル別にみると、同じ時期に流動性が高まったのはバリュー株と小型株である。同時期に外人投資家の買いが大きくなっていることと考え合わせると、主に定量的な銘柄選択でバリュー株と小型株に投資するような運用スタイルを持った海外投資家の行動があったと考えられる。
3. 2010年から始まっている日本銀行のETF買入れの効果を定量的に調べてみると、初めの8カ月は効果があったが、その後は効果が減少し、最近になって再び効果が高まっている。
4. 日本株のリスクは流動性が高まった昨年末から急激に上昇し、市場全体だけでなく個別銘柄で見ても、日中ボラティリティは大きくなっている。しかし、このリスクの増大量は、流動性向上量に対して過大ではなく、日本株の取引のしにくさはむしろ減少している。
5. 2010年より稼働している東証の高速な取引システム「アローヘッド」の導入による市場の効率化・低取引コスト化、あるいはその後並行して進展している価格発見機能を補助する高速なPTS（私設市場）の拡大は、今回の実際の流動性向上や、その際のインパクト上昇を抑えるのに役立ったと考えられる。

I はじめに～流動性と株価

現在、日本の株式市場には、流動性の衝撃・リクイディティインパクトとも呼ぶべき状況が起きている。

流動性を測る典型的な指標である売買回転率は以下の計算式で定義される。

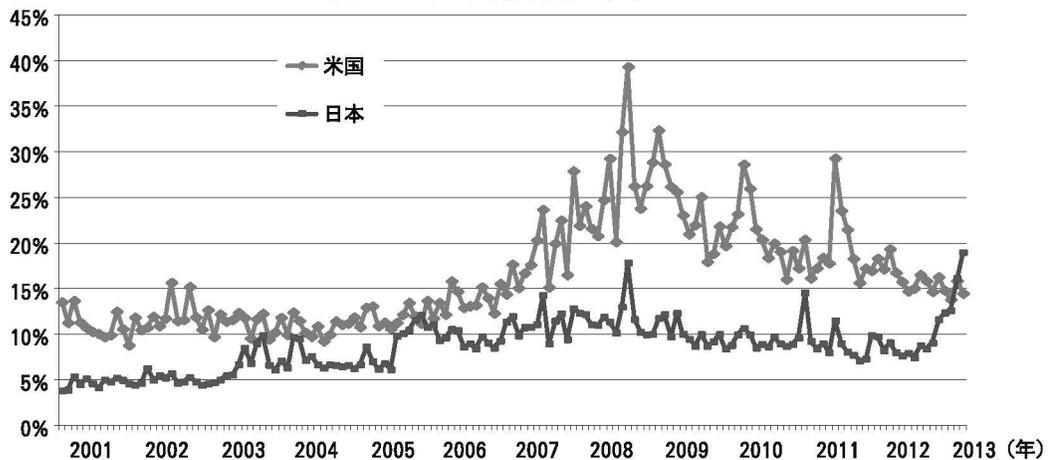
$$\text{売買回転率} = \text{売買金額} / \text{時価総額}$$

市場に存在する株式のどのくらいの割合の株が売買に使われたかということで、単なる売買金額に比較して銘柄のサイズなどの違いが調整されている指標である。通貨の違いも調整されるので、国際比較に使える。この指標でみると、米国は日本に比較して高い状況が安定して継続していたが、2012年末以降急激に日本の流動性が高まり、2013年5月末現

在では日米が逆転している。

我々がグローバルな流動性比較を開始した2001年以降の13年間で見て、こうした逆転が起こったのは過去に一回しかない。とても珍しいことだと言える。ちなみにこのたった一回というのは2005年の12月である。この年は東証一部の売買高、売買代金ともに過去最高を更新した年で、株式市場が大変活況な年であった。12月8日には大変な話題を呼んだジェイコム株の誤発注などもあった。米国の流動性も当時は今ほど高くない水準だったこともあって日本が瞬間的に並んだものだが、翌月からもとに戻った。その後米国の流動性は高まり、日本はそれほど増えなかったため、最近まで倍以上の差がある状態が継続していた。この状況が最近大きく変わったわけである。

図1 日米の売買回転率の推移



(注) 米国は SP500 で NYSE や NASDAQ など全ての主要市場での売買を重複なしに集計、日本は TOPIX の集計。売買回転率は売買金額/時価総額を月次で計算。最新データは13年5月まで。

(出所) Bloomberg 等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

株式の流動性は「流動性プレミアム」という形で、株価に好影響があると考えられている。流動性プレミアムを検証した過去の分析としては、持合いや親子上場といった安定保有構造が20年程度の期間に変化していく中で、流動性と株価にどんな関係があったか調べた「親子上場と日本株ベンチマークの考え方」(『証券アナリストジャーナル』2000年、証券アナリストジャーナル賞受賞)がある。ここでは、各種の変数を調整した後では「売買回転率」という流動性ファクターが、5年程度のある程度長い期間の株価変化率に対してプラスの影響が大きいことが示されている。

本稿では、今回の急激な流動性の変化を牽引しているものは何か、市場への影響はどうなっているのかなど、幅広く分析する。

II 最近の流動性の高まりについて

Iで述べたように、最近では日本株市場の流動性が高まっている。ここではこの状況を、国別、業種別、投資スタイル別に中身を確認する。

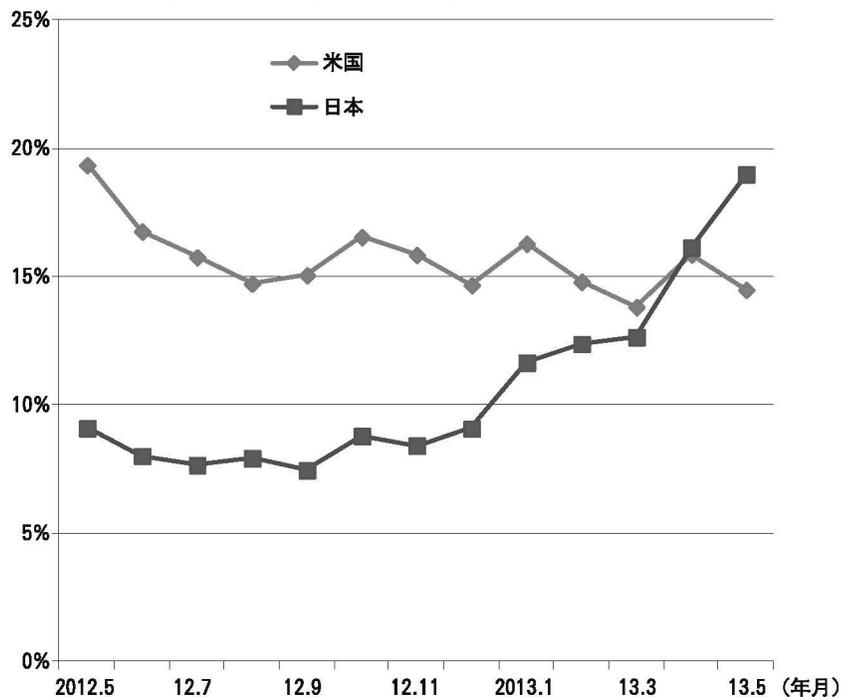
1 グローバルな流動性の変化～日米逆転

流動性を測る典型的な指標である売買回転率でみると、米国は日本に比較して高い状況

が安定して継続していたが、2012年末以降急激に日本の流動性が高まり、2013年5月末現在では日米が逆転している。

この状況は株価にはどんな影響があるのだろうか。ところで、一口に株価と言っても、サイズや売買単位、通貨の異なる別の銘柄集団の株価の比較を行う場合には横比較のための調整が必要である。日経平均と米国のダウ平均の上昇率を比べても意味は小さい。ここでは最も使われている調整後バリュエーション指標の一つであるPERを利用してみよう。

図2 日米の売買回転率の推移（最近1年間）



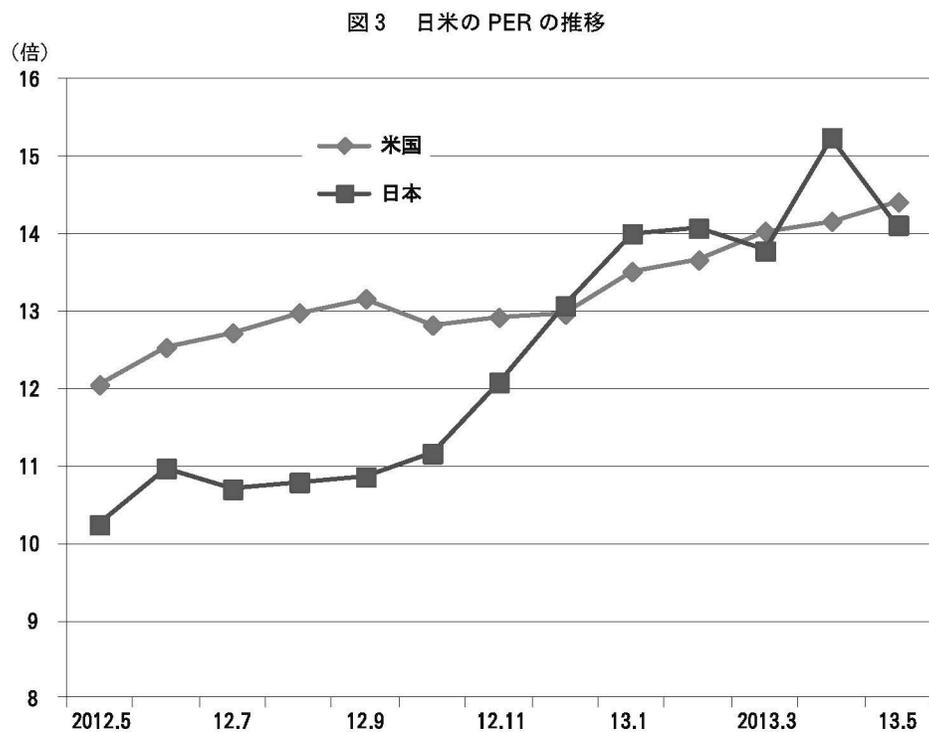
(注) 米国はSP500でNYSEやNASDAQなど全ての主要市場での売買を重複なしに集計、日本はTOPIXの集計。

(出所) Bloomberg等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

PERの推移をみると、日本の流動性の増加のしばらく前からバリュエーションが上昇しているのがわかる。流動性と同様に米国と比較すれば、2012年半ばにはPERで見ても日本株は米国株式に対して割安な状態が続いていたが、この上昇でスプレッドは縮小後、値が逆転し、日本株の大きな調整のあった5月で見ても、日本は米国と同程度の水準を維持

している。

米国のPERもこの半年で13倍から14倍強へ1ポイント程度ゆっくりと上昇しているが、日本の上昇はそれ以上だったわけである。これが全て「流動性の上昇が原因だ」とは言えないまでも、「流動性と株価のバリュエーションが同時に上昇し、どちらも米国レベルになった」ということは確認できる。



(注) 米国はSP500、日本はTOPIXの集計。米国の予想利益は今期、来期予想の加重平均による12ヶ月後予想ベース。日本の予想利益は来期(なければ今期)、連結優先。

(出所) Bloomberg等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

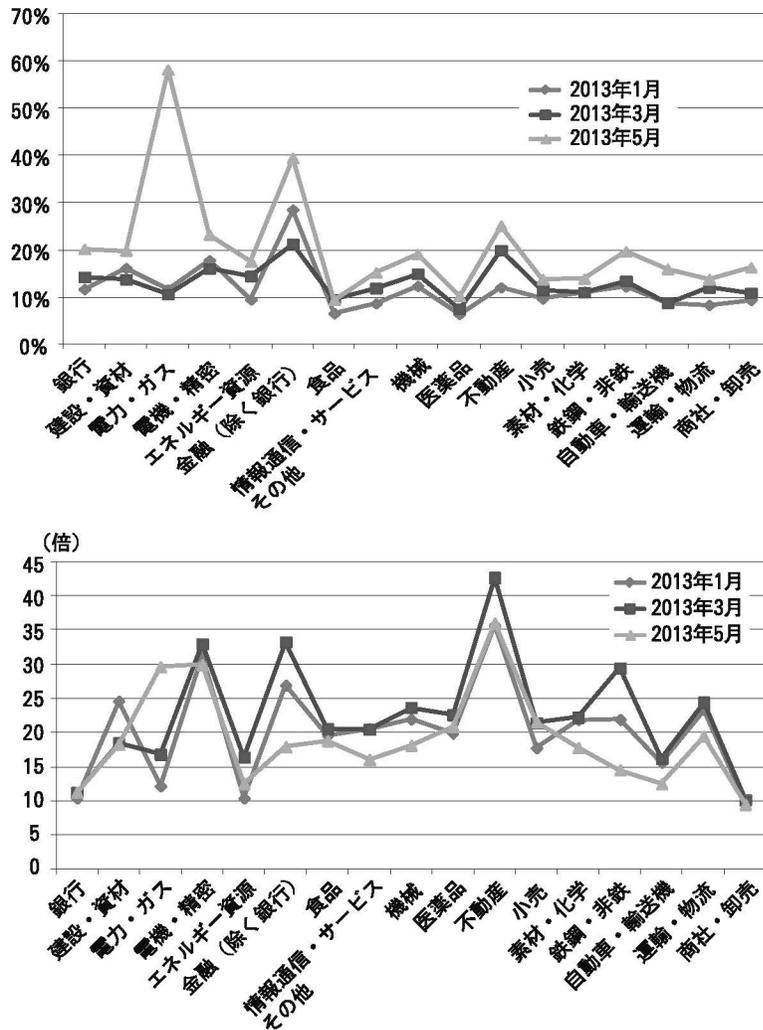
2 業種・流動性の変化

日本株の状況を業種別にみると回転率の高まりは偏っている。電力・ガス、金融（除く銀行）、不動産の3業種の回転率の高まりは特に大きい。バリュエーションで見てもこの

3業種の数値の上昇は大きい。この3業種に対して株価の期待が高まっていると言える。

後に述べるような外人投資家からの昨年末以来の日本株への資金の流入は、これらの業種を中心に起こったと考えられる。

図4 業種別の売買回転率推移とPER推移



(注) 東証17業種で集計。

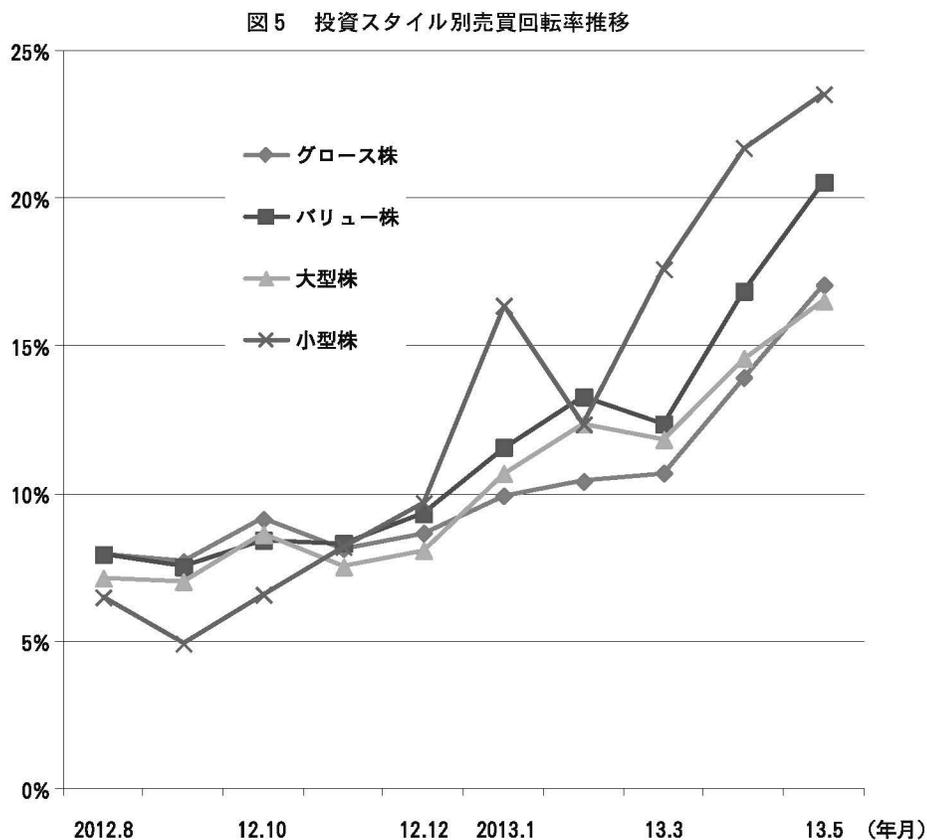
(出所) Bloomberg等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

3 投資スタイル・流動性の変化 ～小型・割安

プロの運用機関には特有の「投資スタイル」があるのが普通である。投資スタイルとしては「成長株を中心とした投資をするか（グロース）」、「割安株を中心とした投資をするか（バリュー）」、「大型株を中心とした投資をするか、小型株を中心とした投資をするか」などが典

型だ。

投資スタイル別にみると、同じ時期に流動性が特に高まったのはバリュー株と小型株である。後述するように、同時期に外人投資家の買いが大きくなっていることと考え合わせると、主に定量的な銘柄選択で、バリュー株と小型株に投資するような運用スタイルを持った外人投資家が買い向かう取引行動があったと考えられる。



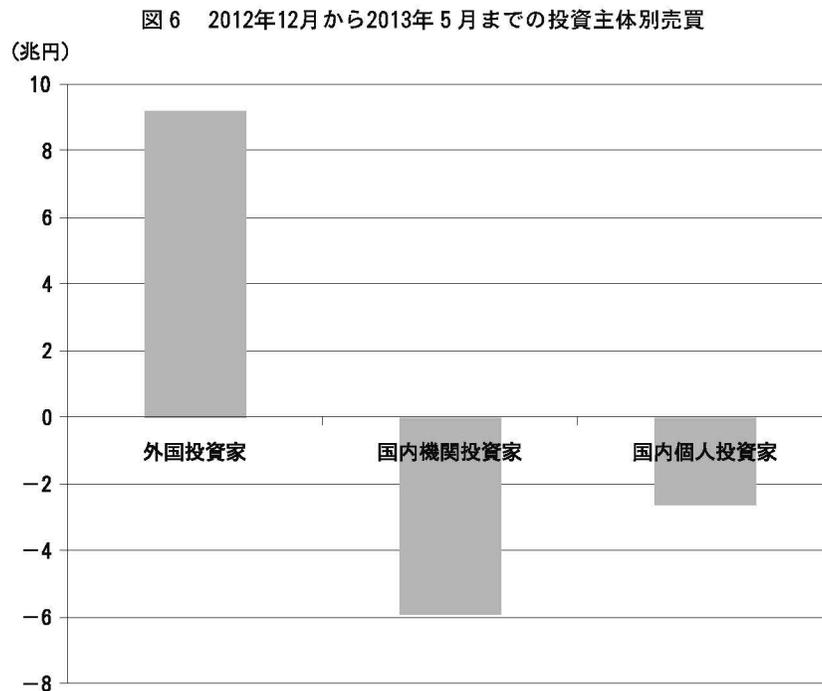
Ⅲ 流動性をとりまく環境

1 海外からの日本株ニーズ

流動性が高まったということは、取引が活発になったということであり、取引を行った主体が存在する。東証の公表する投資部門別売買代金シェアによれば、この数年日本株取引の6割強は海外投資家が占めており、外人投資家の動きは無視できない。流動性が高まった半年について売り買い別に見てみれば、こ

の期間安定して外人が買い手、国内投資家が売り手であった。

半年で9兆円の買い越しという金額は大きく、これは「ヘッジファンドなど一部の海外投資家の動き」というよりは、海外投資家全体の動きと見ることができるだろう。海外株式と日本株で、主に売買を行っているプレイヤーが似ていて、特に最近は外人が買いに回っているということが、日本株のバリュエーションを引き上げて、米国と同レベルにしている要因の一つかもしれない。



(注) 東証、大証、名証の3市場計。投資部門別。

(出所) 東証資料より野村証券金融工学研究センターが計算

2 米国国内での日本株 ETF 組成の増加

また、外人による日本株売買と言う意味では、米国に上場されている日本株 ETF の組成量（フロー）の増加も注目される。米国に上場している米国以外の国に連動する ETF の年初来フローランキングを見ると、日本は135億ドルの流入とダントツの一位であり、日本株は米国での ETF 組成ニーズが強くなっ

ていることがわかる。

米国上場の日本株 ETF は時価総額も大きく、この5か月で61%増えて2013年5月末には221億ドルとなった。これは日本を含むアジアで上場されている日本株連動 ETF 全部を合計したもの（592億ドル）の3分の1強の大きさである。いったん組成された日本株 ETF は米国内で自由に売買されている。

表1 米国上場で、米国以外の国に連動する ETF の年初来フローランキング

	国	年初来フロー (百万ドル)	時価総額 (百万ドル)	比率
1	日本	13507	22076	61.2%
2	香港	393	3542	11.1%
3	イタリア	312	695	44.8%
4	英国	195	1711	11.4%
5	スイス	183	974	18.8%
6	スペイン	80	324	24.6%
7	ニュージーランド	25	187	13.1%
8	アイルランド	13	56	23.6%
9	ノルウェー	8	78	9.8%
10	オランダ	0	160	-0.3%
11	ベルギー	-1	60	-1.8%
12	シンガポール	-2	1542	-0.1%
13	スウェーデン	-7	398	-1.7%
14	フランス	-14	477	-2.9%
15	オーストリア	-47	75	-62.0%
16	オーストラリア	-208	2285	-9.1%
17	カナダ	-654	4123	-15.9%
18	ドイツ	-1169	3067	-38.1%

(注) 先進国のみ。年初来フローは2013年1月から5月。時価総額は2013年5月末。単独国に連動する ETF のみ集計。レバレッジ ETF とショート ETF は除く。フローの定義は、「日次の発行済口数の変化×日次 NAV」の対象期間での集計。
(出所) Bloomberg 等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

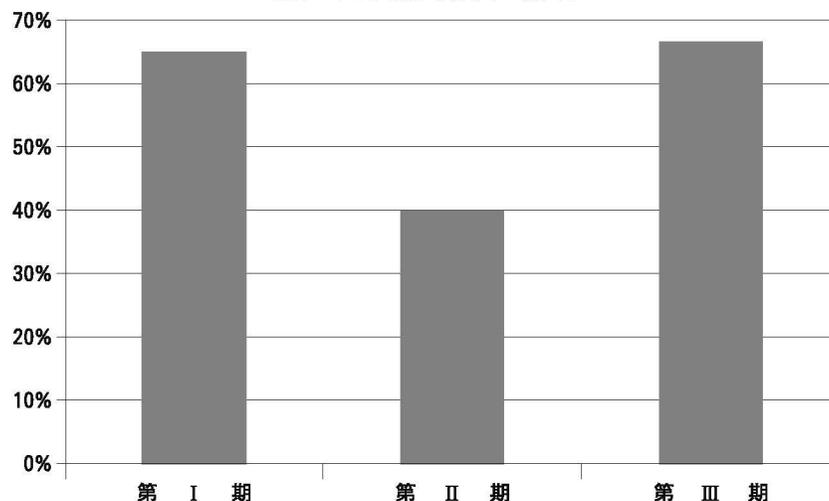
3 日本銀行のETF買入れ

日本銀行はこの4月4日の政策委員会・金融政策決定会合において、資産買い入れに関係するいくつかの決定を行った。日本銀行はこの決定の「量的・質的金融緩和」の説明の中で、「マネタリーベースおよび長期国債・ETFの保有額を2年間で2倍に拡大し、長期国債買入れの平均残存期間を2倍以上に延長するなど、量・質ともに次元の違う金融緩和を行う。」とした。“ETFの買入れの拡大”の具体的な数値としては、ETFの保有残高が年間約1兆円に相当するペースで増加するよう買入れを行うこととした。リスク資産であるETFの買入れは、債券の買入れとは異なる効果が期待されていると考えられるが、

経済効果はどのくらいになるだろうか。

こうした公的機関の株式の追加的な購入で起こる株価への影響には、単純な「マーケットインパクト効果」に加えて「アナウンスメント効果」もあると考えられている。例えば今回のように「日銀が」「継続して」買入れるのは、一般投資家の一時的な需要などに比較して、マーケットに追加的な買い意欲を生む可能性が高いかもしれない。2010年から始まっているETF買入れの効果を定量的に調べてみると、初めの8カ月は効果があったが、その後は効果が減少し、最近になって再び効果が高まっている。これは「アナウンスメント効果」が復活してきたからではないだろうか。

図7 ETF買入れの「勝率」



(注) 第1期：2010年12月～2011年7月，第II期：2011年8月～2012年2月，第III期：2012年3月～2013年3月とした。勝率＝買入れ日翌日以降の5営業日のTOPIX変化率の正だった日の数／買入れ回数。

(出所) Bloomberg等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

IV 急な流動性の高まりは問題か

1 リスクの高まりとマーケットインパクト

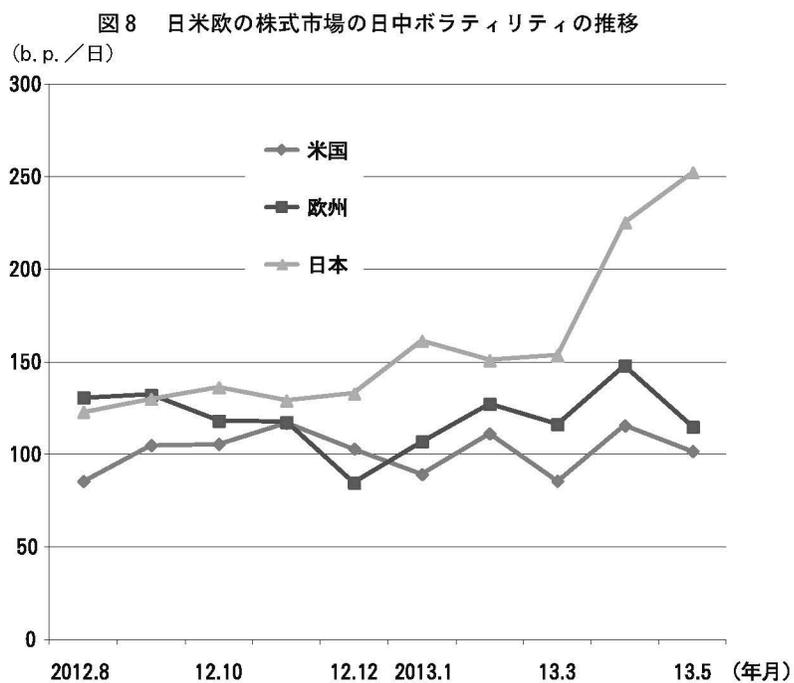
流動性が高まる場合に起こりやすいのが、リスクの高まりである。日本株のリスクは流動性が高まった昨年末から急激に上昇し、市場全体だけでなく個別銘柄で見ても、日中の価格変動（日中ボラティリティ）は大きくなっている。これは日本株市場が過剰に危険になったと言えるのだろうか。

実はそうではない。売買が活発になれば、それに応じて価格変動が大きくなるのは自然だから、ポイントは「過剰かどうか」である。これを測るために利用されている指標が「マーケットインパクト」であり、以下のように計算される。

マーケットインパクト

$$= \text{価格変動率} / \text{回転率}$$

マーケットインパクトは、米国株で取引量と株価変化について分析した Almgren (2005) などで行われているモデルをベースとした指標である。

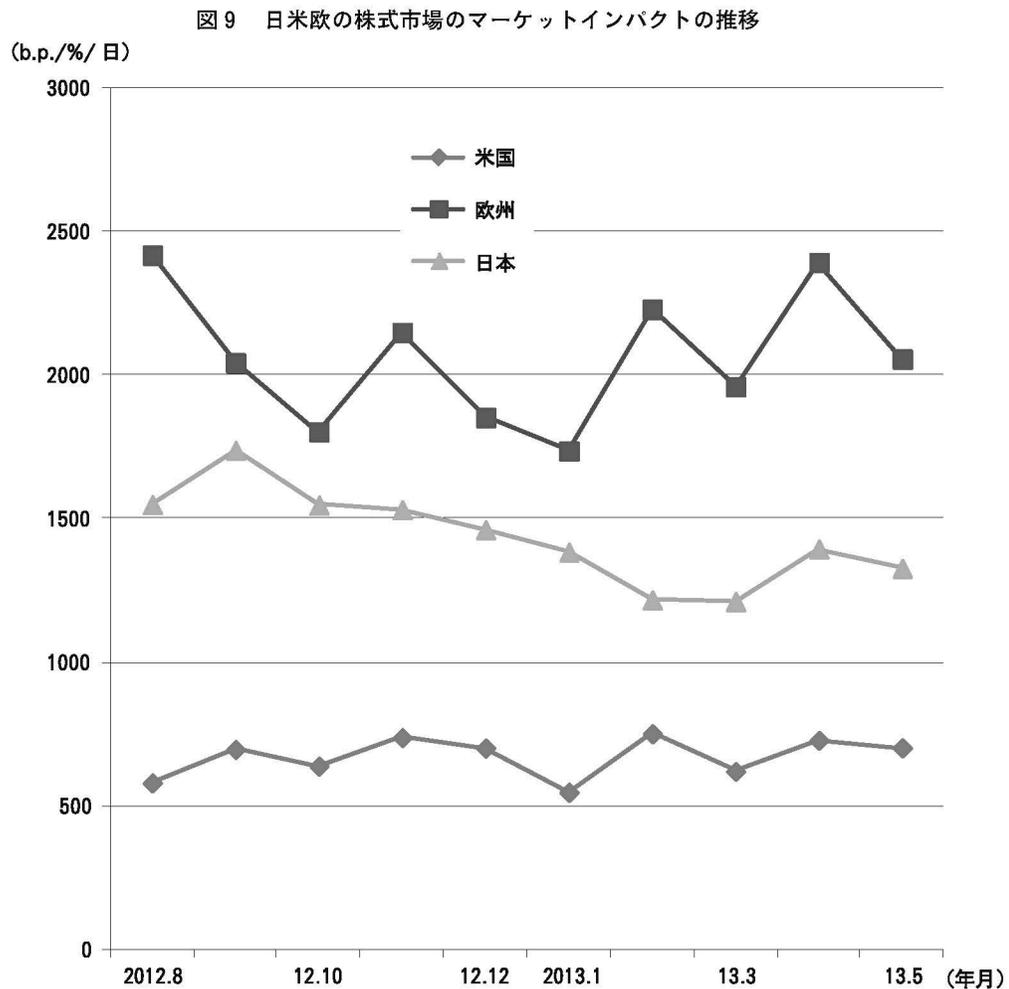


(注) 米国は SP500, 欧州は DJ/STOXX600, 日本は TOPIX の集計。日中ボラティリティは一日の取引の寄りから引けまでの変化率（日中変化率）の標準偏差

(出所) Bloomberg 等のデータより野村証券金融工学研究センターが計算

マーケットインパクトが小さな銘柄ほど、同程度の流動性を吸収できる、取引のしやすい銘柄だと言える。この1年間のマーケットインパクトの推移は図9のようになっていて、欧 > 日 > 米 の順で推移している。

世界的に見れば欧州株のマーケットインパクトが大きく、日本株の取引のしにくさはむしろ減少している。



2 流動性増大に対する東証の対応と評価

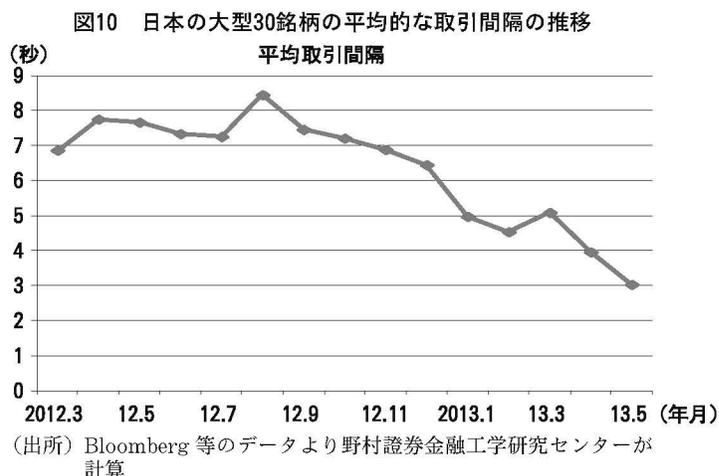
日本の大多数の銘柄のメインマーケットとなっている東京証券取引所では、2010年の1月より取引システム「アローヘッド」が稼働している。このシステムはそれまでの数百倍のスピードで取引情報を伝達するという一方で、大きな効率化と“流動性”の向上が見込まれていた。当時、我々が行った分析「アローヘッド導入後の日本株流動性変化～導入後一年を経て～」2011年などによれば、売買金額の増大などのマクロでみた流動性向上は見られなかったが、スプレッドやマーケットインパクトなどの取引コスト要因の縮小が起こった。こうした市場の効率化・低取引コスト化は、今回の実際の流動性向上や、その際のインパクト上昇を抑えるのに役立つと考えられる。実際、大型30銘柄の日中の平均的な取引間隔を計測してみると、昨年までは7秒に

1回程度だったのが、最近では3秒に一回程度まで間隔が短くなってきている。マーケットインパクトが増加していないということは、こうした取引頻度の増加を取引所システムが吸収できているということである。

また、東証はこの5月14日に、2015年央をめどとして、下記のようなシステム改変を行うことを次のように発表した。

1. 新たな機能の追加や売買制度の一部見直しにより、電子取引の進展が市場に与えるリスクに対応
2. 売買制度の見直しや新たな機能の追加により、市場の利便性をさらに向上し、マーケットを活性化
3. 処理速度の一層の向上やさらなる安定化、適切なキャパシティの確保を実現

詳細は今後の進展を待つことになるが、日本の株式市場の効率性のさらなる改善に役立つことが期待される。



V おわりに

本稿では、流動性を測る典型的な指標である売買回転率でみて、最近日米の流動性が逆転したことを契機として、牽引しているものは何か、市場への影響はどうなっているのかについて分析した。

流動性が高まったのは主にバリュー株と小型株、業種では電力・ガス、金融（除く銀行）、不動産などであり、投資主体としては外人の買い需要が強かったのもわかった。一方で、日本株のリスクは流動性が高まった昨年末から急激に上昇し、市場全体だけでなく個別銘柄で見ても、日中ボラティリティは大きくなっていった。

分析によれば、このリスクの増大量は、流動性向上量に対して過大ではなく、日本株の取引のしにくさはむしろ減少している。世界的に見れば欧州株の方がマーケットインパクトの大きい状態が続いている。2010年より稼働している東証の高速な取引システム「アローヘッド」の導入による市場の効率化・低取引コスト化、あるいはその後並行して進展している価格発見機能を補助する高速なPTS（私設市場）の拡大は、今回の実際の流動性向上や、その際のインパクト上昇を抑えるのに役立ったと考えられる。

こうした流動性に関する定量的な分析は、日本株の流動性の担い手とそれを繋ぐ市場の

構造が大きく変化しつつある現在、とても重要になってきていると思われる。

《参考文献》

- 大庭昭彦「株式取引システムの構造変化と流動性への影響」2010年、財界観測
- 大庭昭彦、吉田孝彰「アローヘッド導入後の日本株流動性変化～導入後一年を経て～」2011年、野村証券リサーチレポート
- 大庭昭彦「親子上場と日本株ベンチマークの考え方」（『証券アナリストジャーナル』2000年、証券アナリストジャーナル賞受賞）
- 大出麻実、吉田孝彰、内山朋規、村上昭博「米国ETFモニター」2013年5月 野村証券リサーチレポート
- 大出麻実、吉田孝彰、内山朋規、村上昭博「アジアETFモニター」2013年5月 野村証券リサーチレポート
- Robert Almgren, Chee Thu, Emmanuel Hauptmann, and Hong Li 「Direct Estimation of Equity Market Impact」 May 10, 2005

ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc (「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク (「NSI」)、インスティテット LLC (「ILLC」)、香港の野村国際(香港) (「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国) (「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド (「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド (「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア (「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd. (「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店 (「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ (インド) プライベート・リミテッド (「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカレッジ): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリッド支店 (「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド (「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行わないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の(英国の適用される規則の意味する範囲での)マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報の正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、(不注意あるいは他の理由による)誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め(ただしこれに限定されない)、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報の利用に関連する直接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用(損失収入または利益、機会コストを含む)に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されております。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社および Frank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社および Frank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないとお考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイ

本の数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。調査部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定に基いて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU 金融ベンチマーク規制が定義するベンチマークとしての使用を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーク、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されるところの認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国(「サウジアラビア」)での(資本市場庁が定めるところの、)「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦(「UAE」)においては、(ドバイ金融サービス機構が定めるところの、)「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の(カタール金融センター規制機構が定めるところの、)「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」以外の者、UAEの「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。本資料を受け取ることは、サウジアラビアに居住しないか、または「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテューションズ」であることを意味し、UAEにおいては「専門的顧客」、カタールにおいては「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」であることの表明であり、この規定の順守に同意することを意味いたします。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家へのお知らせ：本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション8.25に基づいてお客様へ提供されています。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて：本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウィルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html> をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合は、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内 REIT、国内 ETF、国内 ETN を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合は 2,808円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 REIT は運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内 ETF は連動する指数等の変動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、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売の場合には差し引いた額)に対し最大 1.026%(税込み)(売買代金が 75万円以下の場合は最大 7,668円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および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。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大 1.404%(税込み)(20万円以下の場合は 2,808円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品賃料をいただきます。委託保証金は、売買代金の 30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の 33%以上)で、かつ 30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約 3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約 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保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大 1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は 4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CB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CB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCB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。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、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。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。個人向け国債は発行から 1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式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。(変動 10年:直前 2回分の各利子(税引前)相当額 $\times 0.79685$ 、固定 5年、固定 3年: 2回分の各利子(税引前)相当額 $\times 0.79685$)
物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成 35年度以降に償還するもの(第 17回償還以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大 5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大 2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、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。また、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ので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただけます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差し入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。

また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売りの場合に受取る金額と買いの場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいたしません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142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

Copyright © 2018 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.