

投資コメント



経済及び市場の背景

昨年の11月、欧州宇宙機関(ESA)では、着陸機「フィラエ」が10年間にわたる旅を無事に終えて、史上初となる彗星への軟着陸を果たすのを科学者らが固唾を呑んで見守っていました。ミッションの成功のカギは、目標地点に到着する際の着陸機の数値でした。着陸機は秒速38センチの速度で岩が散在する彗星の地表に達して、(2マイルの高さまで)2回バウンドした後、崖の陰で休眠状態に入りました。仮に着陸機の跳ね返り速度が秒速44センチだったとすれば、「脱出速度」に到達して彗星の重力圏を突き抜け、ミッションは失敗に終わっていたでしょう。¹

一方、地球では米国経済が脱出速度 - 世界的な金融危機の陰から抜け出して自律的な軌道に乗るのに十分な成長速度 - に到達したか否かをめぐり多くの憶測が飛び交っていました。理論の提唱者にとって、第3四半期の経済成長が10年ぶりの堅調さを見せ、着実な雇用創出を背景に公式失業率が5.8%に低下したことは、米連邦準備制度理事会(FRB)の債券購入による支援の終了と合致しました。

しかし、他の多くの国々では「重力」は歴然と存在し、至る所で「ハードランディング」不安に見舞われていました。ユーロ圏は景気後退とデフレの両方に益々引き寄せられ、それまで発電機の役割を果たしていたドイツの第3四半期の経済成長はほぼゼロ%となりました。日本は再び景気後退に入り、中国の年間生産は1990年以降で最も低い水準に達するのが確実な状況にあり、ブラジルの経済成長は行き詰まり、新興国通貨の下落(特にロシア・ルーブルの対米ドルでの暴落)は発展途上世界の他の地域が直面している困難を浮き彫りにしました。

¹ Wall, Mike (14 November 2014), *European Probe Survived Comet Landing with Luck and Great Design*, Space.com

米国の中央銀行高官らは 2015 年に利上げに着手できるとの見通しを確信を持って示し、過去 6 年間にわたり金融市場での大幅な資産形成につながった債券購入プログラムを終了させました。一方、他の地域の中央銀行高官らは逆の方向に動きしました。(世界最古の)スウェーデンの中央銀行は金利をゼロ%に引き下げ、スイスはマイナス金利を導入し、日銀は資産購入プログラムを延長し、欧州中央銀行(ECB)は一連の非標準的政策手段を拡大し、当地域の国債買い入れに向けた準備を進めました。



(為替レートによって強化された)ポンド・ベースのリターンは+8.3%と堅調で、12 カ月リターンは+19.6%となりました。

日本の現地通貨ベースのリターンは同様に好調でしたが、英国の投資家にとっては持続的な円安の影響で上昇効果の大半が損なわれました。ポンド・ベースで見ると、日本株のリターンは+1.6%(12 カ月:+2.7%)と控えめな水準にとどまりました。その他の地域として、アジア太平洋(除く日本)の株式の四半期のリターンは全体で+3.2%(2014 年通年:+10.1%)となり、英国株は四半期と通年がそれぞれ+0.6%、+1.2%と控えめな水準で年を終えました。大陸欧州の株式市場のリターンはポンド・ベースで-0.5%、通年ではわずかにプラスにと

どまり(+0.2%)、新興国市場のリターンは全体で-0.6%、12 カ月で+4.3%でした。²

債券市場では、(債券価格と逆の動きをする)利回りの低下が続きました。実際、米国債の利回りは 10 月に「フラッシュ・クラッシュ」に見舞われました。この時は、米国の一時的に軟調な経済指標の発表を受けて、10 年債利回りは日次ベースで、1989 年以降で 2 番目に大きな低下を記録しました。このパターンは 2014 年の年末が近づくとつれて、それほど劇的ではなくなりましたが、それでも英国の投資家にとって当四半期の債券市場からのリターンは目を見張るようなプラス・リターンとなりました。FTA ガバメント・オール・ストック指数(英国国債)のリターンは+6.3%、年間リターンは+13.9%となった一方で、英国の投資家にとって JPM グローバル国債指数(英国を除く)の四半期リターンは+2.8%(12 カ月:+6.4%)でした。社債もさらに上昇し、BofA ML ポンド建て非英国国債指数の四半期のリターンは+4.4%(12 カ月:+12.3%)でした。³ 一方、金価格は当四半期に米ドル・ベースで 2.2%下落し、2014 年通年リターンは-1.8%となりました。⁴

2014 年第 4 四半期時点で金融資産価格は一般に過去の上昇を基盤とした水準にありましたが、デフレの脅威が金融資産価格にはほとんど反映されていなかったとしても、それが原油価格の急落と、原油安が主要国の消費者物価指数に及ぼす影響に反映されていたのは明白です。石油輸出国機構(OPEC)は需要の軟化にもかかわらず、原油の減産を拒否したため、ブレント原油価格は第 4 四半期に米ドル・ベースで 40%下落しました。こうしたことを背景に、英国の投資家にとって当四半期の株式市場からのリターンは全般にプラスとなりましたが、「重力」を反映した地域も至る所にありました。北米市場は再び上昇し、

Oil price \$ per barrel*



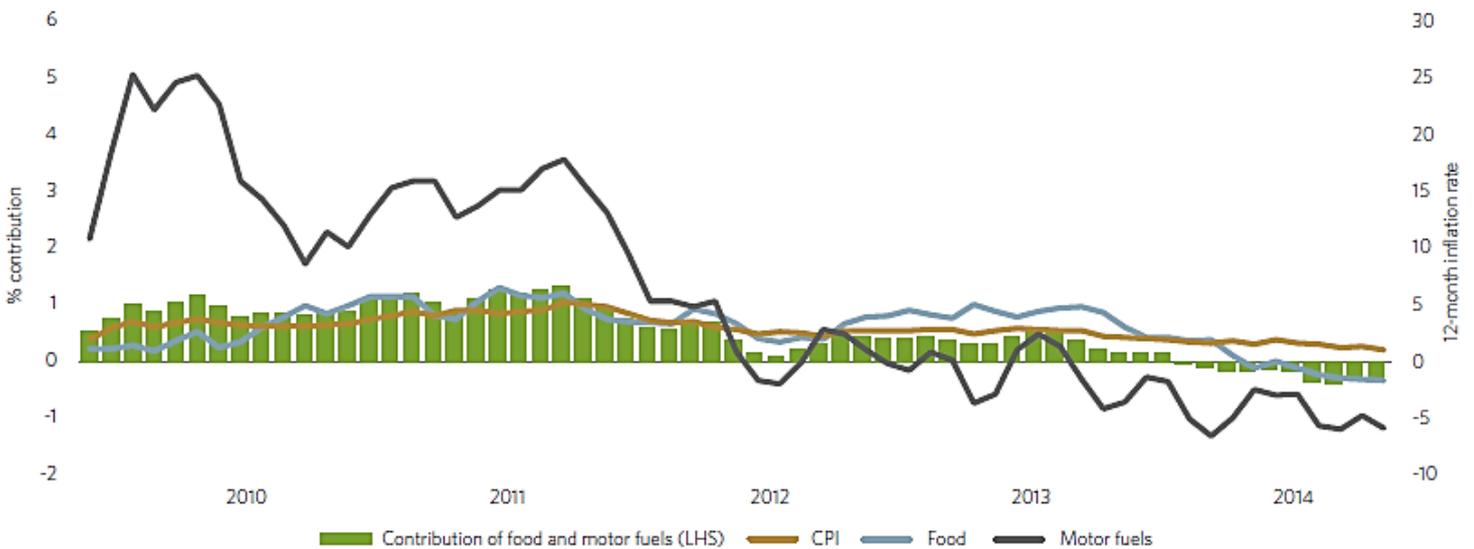
Source: Thomson Reuters Datastream, Jan 2015

2 Equity market returns sourced from Thomson Reuters Datastream, 31.12.14 (All sterling total returns. Europe, Pacific, UK, US and Japan regional returns are from FTSE World Index; emerging markets return is from MSCI World Index)

3 Bond market returns sourced from Thomson Reuters Datastream, 31.12.14

4 Gold bullion return sourced from Thomson Reuters Datastream, 31.12.14

UK consumer price inflation



Source: Office for National Statistics, Dec 2014

米国では、第3四半期の経済が10年ぶりの速いペースで拡大した(年率換算で5%)とのニュース、及び雇用創出が1999年以來の高水準に達したとの報告は、FRBが2015年内に政策金利を引き上げる方向に明らかにシフトしたこととぴったりと合致しているようにみえました。米中央銀行は債券購入プログラムを終了し、「相当な期間にわたり」金利を低位に据え置くという文言をトーンダウンさせることにより、今年中に金融政策を引き締める意向を示唆しました。⁵ インフレに関して、米国の金融政策当局者は「労働市場がさらに改善し、エネルギー価格下落の一時的な影響と他の要因が消失するのに伴い」、インフレ率が「2%に向かって徐々に上昇する」と予想しています。⁶

しかし、金融政策当局者は簡単には抜け出せない罠に陥ったように見受けられます。資産価格の上昇と経済活動からは、借入れコストの上昇が現実視されるかもしれませんが、消費者物価上昇率からは、そのような状況は見受けられません。最近の物価下落は原油中心というよりも、広範にわたっており、いずれにせよ、エネルギー・コストの低下が単に「一過性」のものであるとは考えられません。(「ブレイクイーブン」インフレ率という形での)市場のプライシングからは、インフレ率が間もなく一段と低下することが示唆されており、FRBは疑いながらも夢を打ち立てることの難しさに改めて気付かされています。

一方、英国では、インフレに関しては、煙は立っているものの、火が起こるには至っていないという状況です。英国国家統計局(ONS)は、1-11月期の消費者物価上昇率が食品・燃料価格の下落を背景に1%(12年間で最低)になったと発表しました。その際にONSは、データの提供対象である全主要項目の中で、唯一タバコ価格が大幅な上昇を示したと報告しています。⁷ イングランド銀行(中央銀行)は原油価格の下落を踏まえ、インフレ率が今後数カ月でさらに低下し、実際に2%の目標に回復するのは2017年末以降になると予想しています。



一方、ONSは英国の国内総生産(GDP)を、2014年第3四半期も含めて5四半期連続で下方修正しました。第3四半期のGDP成長率は当初予想の3%から2.6%に下方修正されました。米国と同様に、今後の見通しは積極的な金融政策が経済を「脱出速度」に至らせるか否かにかかっています。人口一人当たりGDPと可処分所得は金融危機前の水準を依然として大きく下回っており、景気回復の恩恵を感じている英国の成人は、7人中1人とどまっております。⁸ 個人の貯蓄は実際に縮小しており、債務負担は英国経済に依然として強力な「重力」となっている模様です。

2014年末までの数カ月にかけては、ユーロ圏が長期低迷期に向かっているとの不安が高まりました。ドイツ経済が夏場に殆ど拡大せず、ユーロ圏全体の経済成長率が辛うじて0.6%となったとのニュースを受けて、欧州委員会は2015年予想を下方修正し、単一通貨圏の年間経済成長率をわずか1.1%、インフレ率をECBの目標である2%を大きく下回る0.8%と予想しました。

⁵ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141217a.htm>

⁶ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141217a.htm>

⁷ <http://www.ons.gov.uk/ons/datasets-and-tables/index.html,02.01.15>

⁸ <http://www.ft.com/cms/s/0/3f40be2a-6434-11e4-8ade-00144feabdc0.html#axzz3NFVjyZea>

こうした環境は、ECB の政策当局者らが国債の買入れについて一段と明確な発言を開始するのに十分なものでした。国債の買入れについては、ドイツが実務上、方針上の理由から長らく反対していました。ECB のドラギ総裁はバランスシートを「何としても」約 1 兆ユーロ拡大するとの ECB の公約を改めて表明し⁹、コンスタンシオ副総裁は国債の買入れが公約を遂行するための手段になり得ることを認めました。同副総裁は、既存の施策が予想通りに効果を発揮しなければ、「国債を含め、流通市場や大規模で流動性の高い利用可能な証券市場で、他の資産を購入することを検討する必要が生じるだろう」と発言しました。¹⁰

ECB が 12 月に実施した 4 年物低利融資に対する引き合いが期待外れに終わったのに続き、ドイツの 12 月の消費者物価上昇率が年率でわずか 0.1% まで低下する中で、このような量的緩和 (QE) に対する期待が高まりました。銀行が今後数カ月にわたり何千億ユーロという既存の借入れを返済し、ユーロ圏がギリシャの選挙及び同国の国債のデフォルト (債務不履行) の見通しをめぐり不透明感に直面するのに伴い、QE への期待はさらに高まるとみられます。ただし、ECB がユーロ圏経済のハードランディングを回避するためスラスタ (推進装置) を適用するか否かは疑問です。

日本経済は夏場にかけて景気後退に再び陥ったと報じられる中で、11 月に安倍首相は、自身の名前を冠した経済政策の是非を国民に問う解散総選挙の実施を発表しました。経済活動の予想外の落ち込みは「アベノミクス」によって痛手となったのは確かであり、景気を回復させる直近の試みは 20 年前に休眠状態に陥っていました。

選挙の結果は連立政権の構成を若干変えただけでしたが、安倍首相の政策執行権限の強化につながると共に、安倍首相にとっては政策が効果を発揮するためのさらなる時間稼ぎができました。日本の政策当局者らにとって時間は刻々と経過しています。例えば、当初 2015 年のインフレ率 2% 達成に自らの信任を懸けていた日銀は、消費者物価指数が最近 14 カ月ぶりの低水準に落ち込んだことが一時的なものになることを望むでしょう。日銀はインフレ率を押し上げることを目指しながらも、円安を暗黙の目標に掲げる中で、年間で日本の GDP の約 15% に相当する資産を購入しています。FRB が「量的緩和第 3 弾 (QE3)」のピーク時に 12 カ月間で購入した債券は対 GDP 比でわずか 6.5% でした。

日銀の施策は、主要地域における政策決定の近隣窮乏化的特性と、各国政策当局が通貨安を自国経済の救済法として黙諾していることをよく表しています。しかし、日本では、円安の恩恵はこれまでのところ、内需の低迷によって薄まっており、これには円安による生活費の上昇が少なからず影響しています。

中国の経済は (2014 年には)、天安門の虐殺を受けた国際的な制裁の影響が現われた 1990 年以降で最悪の年間パフォーマンスを記録しようとしていました。しかしながら、生産量は実質ベースで 7% を上回ったとみられます。世界第 2 位の経済大国は 30 年にわたり目覚ましい経済成長を遂げた後、産業界の過剰生産能力、債務水準の急速な上昇、商業用・住宅用不動産の低迷といった深刻な苦難に耐えています。

Japanese GDP Annual % change



Source: Thomson Reuters Datastream, Jan 2015

⁹ <http://www.ft.com/cms/s/0/2a6a4896-65aa-11e4-aba7-00144feabdc0.html#axzz3Ng2wXh5l>

¹⁰ <http://www.ft.com/cms/s/0/310b6c24-7555-11e4-b1bf-00144feabdc0.html#axzz3Ng2wXh5l>

そうした課題の最後の項目として、2014年1-10月期の不動産販売は前年同期比10%減となりましたが、これは革新的なマーケティングの取り組みを促しています。広西チワン族自治区の或る不動産会社は開発の開始にあたり、見込み客に1,000羽の鶏を無料で提供しました。別の不動産会社は購入者が一定期間内に被った損失額に応じて値引きを提供しました。四川省の或る不動産開発業者は、(第1次大戦当時のキッチンナー英国陸軍大臣の募兵ポスターのように)愛国心に訴えかける手法を採用し、直近のプロジェクトのオープニングではミニスカートをはいたモデルが戸外で「国家と人民のために当社のアパートを購入してください」と見込み客に呼びかけるプラカードを掲げていました。¹¹

中国人民銀行(中央銀行)は当初、債務と投資に対する経済の依存度低下に向けた取り組みに水を差すとの不安から、景気減速を食い止めるための緩和政策の要請に抵抗していました。しかし、消費者物価と生産者物価においてデフレ圧力に直面する中で、欧州・日本の政策緩和に伴い「窮乏化した隣国」になるのではないかとの見通しを踏まえ、11月末にかけて貸出金利と預金金利を対象とする予想外の利下げを実施しました。価格圧力の持続と経済活動の低迷を踏まえると、さらなる政策緩和が実行される可能性があります。

新興国経済は今後数年間にわたり、人口動態、インフラの拡大、都市化など注目すべき構造変化の恩恵を享受するとみられますが、2014年末にかけての数カ月間は多くの逆風に直面しました。世界的な金融危機以降の金融市場の状況を他の何よりも描写してきた米国のQEの終了は、新興国市場にとって重大な瞬間でした。足元の様々な困難に追い打ちをかけたのが、米ドルの持続的な上昇、コモディティ価格の下落、そして中国・ユーロ圏の輸出の減少でした。

ロシアは国際的な制裁、原油価格の下落(原油・天然ガスが同国の輸出収入全体の約3分の2を占めているため¹²)など、最大の問題を抱えていたのはほぼ間違いありません。同国は最も顕著な被害に見舞われ、それは第4四半期にルーブルが対米ドルで51.7%下落するという形で現われました。ロシア中央銀行のシュベツォフ副総裁は、状況は「深刻で」あり、「1年前でさえ、最悪の悪夢の状況を想像できなかった。」と発言しました。¹³



Russian rouble v. US dollar

Exchange rate



Source: Thomson Reuters Datastream, Jan 2015

¹¹ <http://www.ft.com/cms/s/0/4662e694-449d-11e4-ab0c-00144feabdc0.html#axzz3Ng2wXh5l>

¹² <http://www.ela.gov/todayinenergy/detail.cfm?id=17231>

¹³ <https://www.bba.org.uk/news/bba-brief/bba-brief-17-december-2014/#.VKcDeCusUmt>

投資に対する影響

金融市場に「コンセンサス」が存在するという限りにおいて、債券利回りは2014年に上昇するとみられていましたが、実際にはその反対のことが起こりました。10月の米国債利回りの「フラッシュ・クラッシュ」によって、米国債の取引額は1日で9,240億ドルという記録的な水準に達しました。これは確かに極端な事例ですが、利回りの低下傾向と矛盾するものでは決してありません。欧州では、ECBが国債の買い入れに着手するとの観測が高まり、国債の利回りは第4四半期にさらに低下しました。米国の利回りは、FRBの債券購入プログラムの終了と2015年に金利が上昇するとの予想にもかかわらず、徐々に低下し続けました。

高格付け債券のこれまでの利回り低下によって、これらの債券の将来の潜在的な利益の一部が奪われてしまったことは、数学上分かりきったことです。利回り低下によって債券のデュレーション（金利に対する感応度）も増すため、投資リスクが拡大します。しかし、これらの真実はどれ一つとして、債券投資家にとっての将来の利益を妨げるものではありません。

米国経済が引き続き堅調に推移する場合、投資家が米国金利の緩やかな上昇見通しをより重視するならば、米国債利回りは特に「フロント」エンドが上昇する可能性があります。しかし、1990年代後半に見られたように、堅調な雇用の伸びが必ずしも債券市場の下落の前兆となるわけではありません。金融危機後の政策決定がもたらすデスインフレ（あるいはデフレ）の結果が引き続き明らかになるのに伴い、利回りが最低水準を更新し続ける可能性があります。世界経済成長の落ち込み、控えめなインフレ率、（ウクライナ、中東を含む）持続的な政治リスクの中で、「安全な避難先」としての長期資産は特に下支えを続ける可能性があります。

欧州では、デフレの脅威と景気低迷のドイツへの波及を背景にECBのバランスシート拡大への期待が高まっています。バランスシートの拡大は当地域の債券市場にとってプラス材料となってきました。しかしながら、QEが債券利回りに及ぼす効果については、「見ぬうちが花」という結果に終わるかもしれません。QE期待は利回りを低下させる傾向がありますが、期待が現実のものになると、通常そうしたことは起こりません。例えば5年物ドイツ債券の利回りは年初時点でゼロに達しており、価値が低下しているのは明らかです。

投資家はドイツ政府に金を貸すという栄誉にあずかるために（マイナスの利回りを通じて）投資に意欲的な場合、単にECBが予想通りにQEを実行するというのではなく、ユーロ圏がデフレによる景気後退への道を前進していることをきちんと納得しなければなりません。

投資適格債は基本的な国債利回りの動きとの高い相関性を維持しており、タイトなスプレッド（低水準の追加的利回りプレミアム）を背景にリターンは国債市場で得られるリターンをわずかに上回るにすぎません。高格付け社債の投資家は、継続的な（債券保有者にとって不利となる）合併・買収（M&A）活動の可能性についても留意しなければなりません。

ハイイールド債市場では、発行体の限定的な借り換えニーズが中期的に魅力的な投資機会を提供する可能性があります。当面は慎重なアプローチを取ることが重要です。米国のシェールオイル企業（現在、米国ハイイールド債指数のかなりの部分を構成）の原油価格下落に対する脆弱性により、デフォルト率が上昇する恐れがあります。これは、米国エネルギー・セクターから米国の他のセクターだけでなく、最終的に低格付けの欧州発行体にまで波及する可能性があります。というのも、米国のハイイールド債ファンドは大量の欧州債券を組み込んでいるためです。

US employment gains v. Treasury yields - late 1990s



Source: Thomson Reuters Datastream, Jan 2015

ハイイールド債、そして新興国市場でも、一部の国々の政府がエネルギー価格の下落に対して同様なエクスポージャーを抱えていることを踏まえると、これらのリスクは選別的なアプローチを有利にしています。

株式市場でも、選別性が極めて重要とみられません。QE は日本で継続中であり、欧州では開始される公算が大きいとみられます。一方、米国では QE による流動性が特に同国の株式市場の目覚ましい上昇を後押ししてきましたが、QE の終了によって象徴される転換点が存在するのは間違いありません。FRB が QE3 を発表した2012年9月13日から、当プログラムの終了を確認した2014年10月29日までの期間に、米国の主要株式で構成される S&P500 種指数は、米ドル・ベースで+42.0%上昇しましたが、上昇分の大半は企業利益の拡大ではなく、バリュエーションの拡大によるものでした。

金融危機後の政策決定が、米中央銀行の債券買い入れという牽引役なしに前進しているように、今後も引き続き株価を押し上げ、株式市場のボラティリティを抑制するか否かについては、議論の余地があります。現在、投資環境はコモディティ市場と為替市場の激しい変動、そして進展しつつあるように見える広範なディスインフレの傾向によって、複雑になっているため、特にそう言えます。一方、これまでの政策措置が資産価格の歪みを生み出し、それによって、株式投資家の報酬がリスクに見合わなくなる危険にさらされている点を認識することが重要であると当社は考えています。企業利益の伸びが株価の上昇ペースを下回る中で、バリュエーションが割高になっている地域があります。特に米国では、2014年第4四半期の景気循環調整後の10年間株価収益率(PER)は長期平均をわずかに上回る水準を維持しました。

一方、企業利益は(大半は一回限りの)コスト削減策、金利の低下、自社株買戻しによって横ばいにとどまっています。このことは、QEによる大規模なファイナンシャル・エンジニアリングを背景に、米国企業が米国株の最大かつ圧倒的な買い手であることを示唆しています。¹⁴

政策支援の縮小、景気の格差、広範にわたる価格圧力が存在する環境の中で、個別銘柄に焦点を当てるのが益々重要になっていると当社は考えています。このような逆風に直面して苦戦する企業が出てくるのは避けられませんが、逆風を乗り越えることができる企業も現れるでしょう。テーマ別に見て、困難な価格設定トレンドの管理をする上で十分に柔軟なコスト基盤を有する企業や、資金調達条件の悪化に対処する上で十分に健全なバランスシートを抱えている企業といった魅力的な企業が、魅力的な投資機会を引き続き提供するとみられます。



14 <http://www.ft.com/cms/s/2/721b6714-73bc-11e4-82a6-00144feabdc0.html>

結論

米中央銀行は世界的な金融危機による異例の余波を受けた後、政策を「正常化」できる時期に目を向け始めています。金融危機から6年以上が経過しましたが、政策決定環境は正常からは程遠い状況にあり、全ての主要国では政策金利が0%近辺にとどまっています。

一方、世界全体の債務の対GDP比は金融危機以降、上昇し続けています。大半の国々よりもレバレッジ解消で進展を遂げていると称賛されている米国においてさえも、債務削減はまだ模様の状況にあり、全体的に金融危機前の債務累積の規模と比較すると見劣りしています。¹⁵ このため、米国経済でさえも借り入れコストの上昇を切り抜ける態勢がどの程度十分に整っているかは疑わしいのが現状です。米国あるいは他国が生産の伸びが低下したりデフレに陥ったり、あるいは世界の地政学的緊張が高まったりする場合には、一段と慎重な診断が下されることになるでしょう。

FRBのバーナンキ前議長はFRB議長としての職を辞する直前に、冗談めかして「QEに関する問題は、それが実際には機能するが、理論上は機能しないという点だ」と述べました。¹⁶ 金融危機以降、QEはデフレを食い止めたかもしれませんが、いかに適切な意図を以てしても、過剰な拡大と過度な生産によって価格設定と収益性を損なう可能性があるため、実際には長期的に価格圧力を悪化させる公算が大きいと考えます。各国中央銀行総裁はエネルギー価格の下落を一時的なものであるとみていますが、当社はこのような価格の下落が各国の直面する様々な課題の特徴であると考えています。

一方、投資家は、金融当局がいかに潤沢な流動性を供給しても、規制や取引行動の変更によって、金融市場が時として不吉にも干上がったかのように見えることがあったというパラドックスと取り組まなければなりません。巨大な米国債市場においてさえも、10月にセンチメントが突然変化したことで、利回りは突如として、極端に見えるほど低下しました。流動性が低下した市場ではより大きなダメージが発生する兆候は明白です。

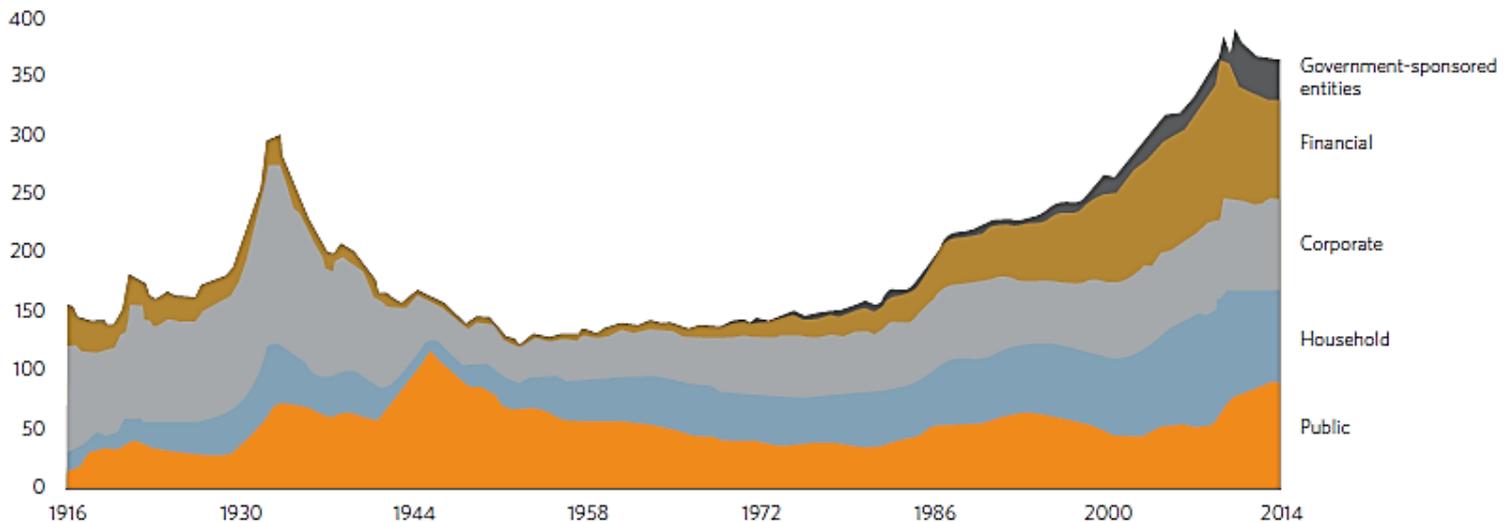
こうした様々な課題の中で、波をかわそうとするのは明らかに危険です。むしろ、投資家は銘柄固有の機会を利用すると同時にリスクを管理するという、アクティブで選別的なアプローチを追求すべきであると当社は考えます。

“誰も時間と潮を繋ぎ止めることはできない”

ロバート・バーンズ、『シャンタのタム』より(1791年)

US total debt by sector

% of GDP



Source: ICMB Geneva Report 16, Deleveraging? What Deleveraging?, Luigi Buttiglione, Philip R. Lane, Lucrezia Reichlin and Vincent Reinhart, September 2014

¹⁵ Deleveraging, What Deleveraging? The 16th Geneva Report on the World Economy, CEPR, September 2014

¹⁶ http://www.brookings.edu/-/media/events/2014/1/16%20central%20banking%20great%20recession/20140116_bernanke_remarks_transcript.pdf

本情報提供資料は、BNY メロン・グループ（BNY メロンを最終親会社とするグループの総称です）の資産運用会社が提供する情報について、BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社が審査の上、掲載したものです。当資料は情報の提供を目的としたもので、勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示された意見などは、作成時点での見解であり、事前の連絡無しに変更される事もあります。

BNY メロン・アセット・マネジメント・ジャパン株式会社
BNY Mellon Asset Management Japan Limited

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第 406 号
〔加入協会〕 一般社団法人 投資信託協会
一般社団法人 日本投資顧問業協会