

UBS House View

Monthly Letter

2019年7月18日

Chief Investment Office GWM
Investment Research

利下げ

米連邦準備理事会(FRB)による利下げは、「日本化」ではないかとの疑問を引き起こす。しかし、市場は各国中央銀行による利下げの程度を過剰に織り込み過ぎているかもしれない。

貿易紛争の休戦

貿易紛争が景気指標と世界のサプライチェーンに影響を及ぼしている。我々は米中間の合意が近いとはみていない。

キャリー取引の機会

「低金利が長期化する」環境は、キャリー取引による金利獲得やインカム収入拡大戦略の追い風になるだろう。

資産配分

欧州投資適格債と米ドル建て新興国国債のオーバーウェイト幅を引き上げる。高利回りの新興国通貨を通じてキャリー取引のポジションも引き上げる。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

無視か、調整か、中止か

アポロ計画は、10年近くにわたる努力の末に、ミッションの最終段階で「無視か、調整か、中止か」の選択を迫られることになった。ニール・アームストロングとアポロ11号のクルーが月面着陸の準備をしている時、警告音が鳴った。25万マイル(約40万キロ)離れた宇宙管制センターはこの問題を解析し、警告音を無視しても差し支えないと判断した。そして50年前の今月、歴史的な月面着陸が実現したのだ。

2019年前半の市場は、離陸に成功した。グローバル株式と米国株式の上昇率はそれぞれ15%、17.6%と、1997年以来の高水準を記録した。米投資適格債のリターンは7%で、米ハイイールド債は10%、欧州の投資適格債とハイイールド債は1桁台半ば〜後半(%)のリターンを実現した。新興国株式のトータルリターンは11.7%で、米ドル建て新興国国債は11%だった。よって、バランス型ポートフォリオは、1998年以来で上期としては最高のリターンを記録したといってよいだろう。しかし、今は複数の警告音が鳴り響いている。

第1に、長期期待金利が劇的に低下している。先進諸国では「日本化」が次第に現実味を帯びてきている。第2に、景気指標にはまだ回復の芽があるにもかかわらず、市場は各国中央銀行の利下げの程度を過剰に織り込んでいる可能性がある。第3に、米中貿易紛争は一時休戦しているが、幅広い分野での紛争は続いているように見える。

中央銀行の金融緩和へのシフトにより、安全資産のリターンは低下し、リスク資産を下支えするだろう。

警報音が鳴り始めると、投資家も無視するか、調整するか、中止する決断をしなければならない。我々は、警報音を無視すべきではないと考えている。しかし、投資を中止することによる長期的な機会費用は高すぎるともみている。中央銀行が金融緩和とバイアスに舵を切ったのは、経済成長を引き続き支えたいとの意思表示である。実際には、債券やキャッシュをはじめとする安全資産のリターンが下がって、リスク資産の下支え要因となるだろう。したがって、我々はリスク資産をアンダーウェイトとするのではなく、我々の戦略を調整する。

本レポートはUBS AGにより作成されました。本レポートの末尾に掲載されている「お客様へのお知らせ」は大変重要なものではございません。投資には一般に損失のリスクが伴い、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートには様々な資産クラスに関する記述がありますが、それらは情報提供のみを目的としたものであり、お客様に特有の投資目的、財務状況、等を考慮したものではありません。よって、お客様に適合しない投資商品が含まれている可能性があります。また、本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、UBSが日本で取り扱っていないものも含まれます。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

世界でおよそ11兆7,000億米ドルの国債利回りがマイナス圏に入っている。

低金利が長期化する環境は、キャリー取引による金利獲得とインカム収入拡大戦略の追い風になると我々はみている。したがって、我々の戦術的資産配分では、一部の新興国通貨、欧州投資適格債、米ドル建て新興国国債のオーバーウェイト・ポジションを拡大する。また、グローバル株式のオーバーウェイトと、低利回りの高格付債の大幅なアンダーウェイトを継続する。同時に、中央銀行の金融緩和政策の効果が不透明で、米中間の貿易紛争が予想外の方向に動くリスクがあるため、カウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションも維持する。具体的には、S&P500種株価指数のヘッジ、日本円のオーバーウェイト、米2年国債のアンダーウェイトや、レタティブ・バリューのポジションなどだ。

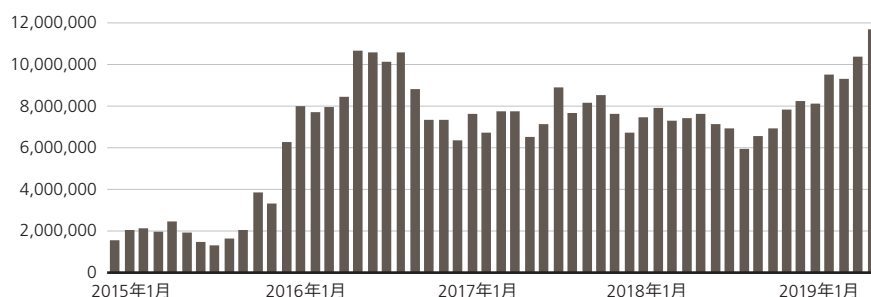
低金利の長期化

今月、ドイツ10年国債利回りが史上初めて欧州中央銀行(ECB)の預金金利(現在は-0.4%)を一時的に下回った。これは超低金利がまだしばらく続くと市場が予測していることを示している。利回りがマイナス圏に入っている国債残高が世界中でおよそ11兆7,000億米ドルと過去最高水準に達している(図表1参照)。市場は、今後10年間のユーロ圏の平均年率インフレ率をおよそ1.1%と織り込み、ECBは2%の目標インフレ率の達成に失敗し続けることを示唆している。

図表1

利回りがマイナスの国債は残高が過去最大の11兆7,000億米ドルに

ICE BofAML Global Broad Market指数で利回りがマイナスの債券 (単位: 100万米ドル)



出所: ブルームバーク・UBS (2019年7月現在)

かつては、一時的な循環的現象と思われていたものが、いまや次第に構造的な現象に見えるようになってきた。この低成長率、低インフレ率、低利回りの組み合わせは、1980年代末に資産バブルがはじけた後の日本に似ている。

我々は、ほかの先進国も日本型のデフレ期間に向かっていると断言するのは時期尚早と考える。

世界のほかの諸国も日本と同様に資産価値が目減りし、債務が増える負債デフレへの道のりを進んでいると断言するのは時期尚早だ。2008年の金融危機以降、インフレ率は、欧州でも概ねプラスを維持してきたが、日本はデフレを何度か経験した。過去25年間の平均で見ると、日本の名目GDPにおけるインフレ率はゼロ、米国では1.8%、欧州は1.7%となっている。対GDPでみた政府債務の割合は、過去平均から見ると高いものの、日本よりははるかに低い。

投資家は安全資産の低リターンがまだしばらく続くことを覚悟する必要があるかもしれない。

欧州と米国は必ずしも日本経済の経験を繰り返すとは限らないとはいえ、我々は、安全資産の低リターンがまだしばらく続くことを覚悟する必要があるかもしれない。債券のリターンがこの10年間好調だったのは、経済成長率、インフレ

この状況に合わせてインカムを得ようと、我々は様々なキャリア(金利獲得)戦略を採用している。

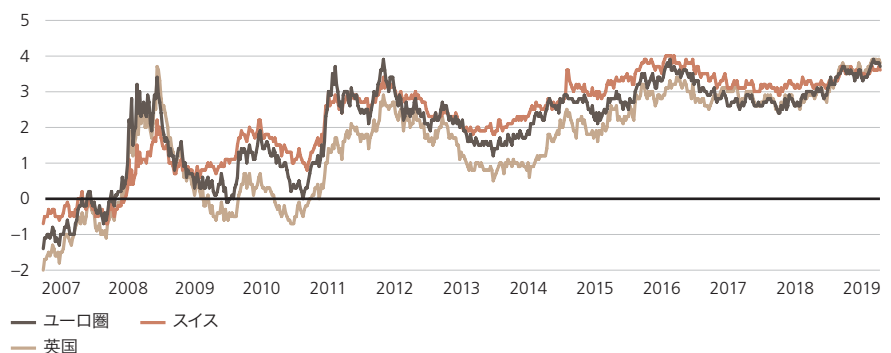
率、金利が当面低いという考え方を織り込んできたからだ。しかし、本稿執筆時点でドイツ10年国債利回りがすでに-0.3%ということ踏まえると、将来のリターンは低下するだろう。ここにも日本との類似が見られる。日本国債は1990年代と2000年代を通じて非常に力強いパフォーマンスを上げたが、ここ数年は低調だ。日本10年国債の年率リターンは2013年年初以降でわずか1.3%、過去3年で見るとほとんどゼロに近い。比較のために指摘しておく、ドイツ国債利回りは今月、日本国債利回りを下回った。

安全資産のリターンには限界があるとみられるため、低利回りの高格付債を大幅なアンダーウェイト、様々な国の高利回り通貨をオーバーウェイトとしたキャリア取引でインカム収入の獲得を狙う。通貨戦略では、低金利通貨のバスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対し、高金利の新興国通貨のバスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)のオーバーウェイトを継続する。欧州投資適格債と米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。我々は現在も、投資テーマとして複数の高配当利回り戦略を維持している。とりわけ欧州では、配当利回りと国債利回りの差が4%と、金融危機以来の高水準に戻ってきた(図表2参照)。

図表2

配当利回りは国債に比べて魅力が高まってきた

実績ベースの配当利回り-10年国債利回り(%)



出所: トムソン・ロイター、UBS

中央銀行による景気刺激策は資産価格を支えてきた。

中央銀行のプット-中央銀行の金融緩和策による市場サポート

今年、金利市場の調整を引き起す重要なカタリスト(引き金)となったのは、各国の中央銀行が「(政策金利の)正常化」から金融緩和へと舵を切ったことだ。金融危機以来、各国中央銀行は、経済成長とインフレ率を安定させようとどこも様々な金融緩和策を講じ、これが功を奏して資産価格を継続的に支えてきた。今回の金融緩和への方向転換を受けて、投資家はインカムを獲得する取引からさらに一歩進み、株式のキャピタルゲインを狙うポジションを積極的に取るべきなのかという問いが生じる。

状況が反転すると利下げ予想は覆りやすいという状況が続き、とりわけインフレ率が予想を超えて上昇した場合にはその可能性が高まるだろう。

グローバル株式のリスク・プレミアムは5.8%と長期平均の3.5%よりも高く、株式のバリュエーションは債券に比べて魅力的に見える。そして明らかに、金融緩和政策は、引き締め政策よりも資産価格の下支え要因となる。ただし、株式はおそらくここから上昇するだろうが、金融緩和政策に対する期待感はずでに高いことは事実で、状況が反転すると市場は崩れやすいかもしれない。とりわ

中央銀行が予想外の動きをする場合に備えて、高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを、カウンター・シクリカルなポジションで均衡させる。

米中間の貿易紛争の休戦が市場を支えてきた。

貿易紛争の行方が引き続き不透明なことから、自社の貿易が将来何らかの制約を受けるリスクを緩和するため、サプライチェーンを変更する企業が増えるだろう。

けインフレ率が予想を超えた場合にはその可能性が高まろう。さらに、企業の増益率予想が低いことから(今年は米国がわずか1%、欧州は0%)、株式のバリュエーションの上昇余地は限られるかもしれない。

このように、先行きの見通しが曖昧な点を考慮し、我々の戦術的資産配分では、高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを継続するが、中央銀行が予想外の動きをした場合に高パフォーマンスを上げられそうなカウンター・シクリカルな(反景気循環的)ポジションも組み合わせる。具体的には、S&P500種株価指数のヘッジ・ポジションを維持し、日本円をオーバーウェイトとし、米2年国債をアンダーウェイトとする。

休戦だが、合意はしない

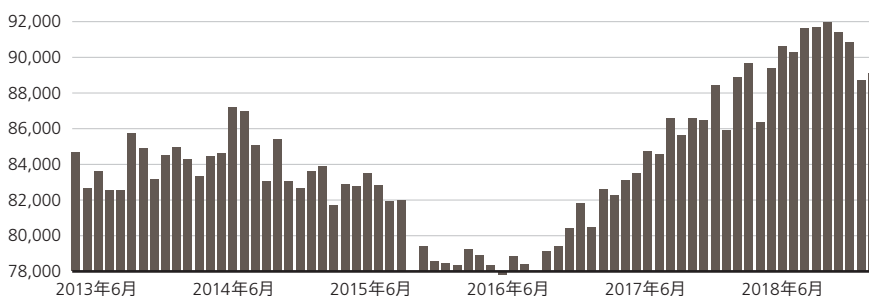
先月開かれた20カ国・地域(G20)首脳会議で、米中は貿易紛争を一時休止することに合意した。さらなる報復合戦は避けたいという強い動機が双方にある。関税は今のところ引き下げられていないが、協議が再開すれば世界の経済成長に一定の推進力が生まれる可能性もある。

とはいえ、貿易に関する不透明感はすでに企業の設備投資を阻害しており、世界経済の成長を鈍化させている(図表3参照)。貿易紛争が続く可能性があると認識すると、自社の貿易が将来制約を受けるリスクを緩和しようと、サプライチェーンを変更する企業が増えるだろう。そうすると、勝ち組となる企業が出てくるだろう。イノベーションに注目が集まり、バリューチェーンの川上へのニーズが高まると、我々の長期投資テーマである「実現技術」(イネーブリング・テクノロジー、他の先進技術を可能にする手段としての技術)の下支え要因になるだろう。さらに、中国に生産拠点をかなり集約している企業は、コストを下げ生産性を高めるために、中国以外の新天地で自動化関連のプロジェクトを検討するかもしれない。我々の長期投資テーマ「オートメーションとロボット」は恩恵を受ける可能性がある。一方、米中間のサプライチェーンに深く組み込まれている企業の中には、混乱に陥る企業も出てくる可能性がある。

図表3

貿易摩擦が設備投資の重石に

米国の資本財輸出 (単位: 100万米ドル)



出所: 米勢調査局、ブルームバーグ、UBS (2019年7月現在)

トランプ大統領と習近平国家主席は、関税への裁量権もかなり大きいため、交渉に臨む姿勢がいつどのように変更されるかを予想することは難しい。よって、投資家は、最終合意までの道のりは平たんではないことを覚悟する必要がある。我々の戦術的資産配分にカウンター・シクリカルなポジションの推奨を続けているもう一つの理由がこれである。

資産配分

我々の戦術的資産配分では、中央銀行による新たな金融緩和策でインカム獲得戦略に有利な環境が生まれるとみており、この考え方を反映して今月はキャリー(金利獲得)ポジションの規模を拡大する。通貨市場のポジションも様々な調整を加え、各国中央銀行の金融政策の最近の変更と市場の反応に対応する。

高格付債に対する投資適格債のオーバーウェイト幅を引き上げる。

高格付債に対する欧州投資適格債のオーバーウェイト幅を引き上げる。金融緩和政策が実施される環境では、このポジションは比較的低リスクで金利収入を期待できる。ECBがハト派に転換して投資家が利回り物色に走ると、投資適格債のスプレッドはさらに縮小する可能性がある。負債比率は過去10年の中間値に近く、インタレスト・カバレッジ・レシオ(企業の債務支払能力を測る一つの指標)は健全だ。欧州の投資適格債発行体の負債水準も米国発行体よりも低い。

低利回り通貨のバスケットに対する高利回り新興国通貨のバスケットのオーバーウェイト幅を拡大する。

低金利通貨のバスケット(豪ドル、ニュージーランド・ドル、台湾ドル)に対し、高金利の新興国通貨のバスケット(インドネシア・ルピア、インド・ルピー、南アフリカ・ランド)のオーバーウェイト幅を拡大する。これらの通貨は、金利収入を獲得しやすい投資環境と世界経済、新興国経済の安定による恩恵を受けるだろう。

米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを終了する。

米ドルに対する豪ドルのアンダーウェイトを終了する。軟調なオーストラリア経済を受けて、オーストラリア準備銀行は6月と7月に25ベースポイント(bp)ずつの利下げを実施した。今年11月にも追加利下げを予想するが、オーストラリアの政策金利はすでに1%と過去最低になっており、さらなる利下げの余地は限られている。一方、FRBは7月末に利下げを実施することが予想され、追加利下げの余地も大きい。

スイス・フランに対するユーロのオーバーウェイトを終了する。

スイス・フランに対するユーロのオーバーウェイトを終了する。スイス国立銀行(中銀)は、何らかの政策措置を講じる前に、まずECBの政策変更を待つ必要がある。ECBがハト派傾向を強めており、FRBの金融緩和策にすぐ追随する可能性が高いことから、スイス・フランのアンダーウェイト・ポジションにはリスクがあるとみて、このポジションを手仕舞うことにした。

米ドル建て新興国国債のオーバーウェイト幅を拡大する。

高格付債のアンダーウェイトに対し米ドル建て新興国国債をオーバーウェイトとする。これは、すでに保有している英国株式のアンダーウェイトに対する米ドル建て新興国国債のオーバーウェイトの追加ポジションだ。米ドル建て新興国国債の方が、リスク調整後リターンは長期見通しがよく、米国債からのスプレッド(利回り格差)は335bpとなっている。低金利の時代に、これは非常に魅力的だ。一方、ブレグジット(英国のEUからの離脱)をめぐる不透明感が長引き、英国株式のリスク・プレミアムが上昇する可能性があり、英ポンドが反発すれば現地通貨建てのリターンは頭打ちになりかねない。

米ドルに対して英ポンドをオーバーウェイトとする。

英ポンドのオーバーウェイトを継続するが、アンダーウェイト通貨を豪ドルから米ドルに変更する。英ポンドの対米ドルでの3カ月リターンは、G10通貨の中で最も悪く、本稿執筆時点で5%のマイナスとなっている。英ポンド/米ドルは現在1.24と、我々が適正水準とみている1.57を大幅に下回る。その大きな原因は、ブレグジットをめぐる不確実性によるものだが、英国経済は堅調でインフレ率はイングランド銀行(中銀)の目標にある。ブレグジットがこの先どう展開するのかを予想することは難しく、我々は予想を試みようとも思わない。しかし、市

場は現在、10月末までに英国は合意なしに離脱する可能性をおよそ50%と見ているようだ。これは行きすぎだ、というのが我々の見解である。現在は、対豪ドルから、対米ドルのオーバーウェイトに変更しているが、これは豪ドルの下落余地が米ドルよりも小さいと考えるからだ。

ユーロとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとする。

ユーロとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとする。これまでは、スイス・フランとカナダ・ドルに対してノルウェー・クローネをオーバーウェイトとしていた。ノルウェーのインフレ率がノルウェー中央銀行の目標水準を超え、経済成長率が過去平均を優に上回っているため、同行は年内にもう一度利上げを目指すだろう。この姿勢は、ECBがハト派スタンスに転じ、今後数カ月で利下げを実施する可能性のあるユーロ圏とは対照的だ。我々は、カナダ・ドルにも慎重な見通しを維持している。住宅市場が引き続き軟調なことに加え、米国の利下げリスクもあるからだ。

さらに、我々は、次のポジションを継続する。

高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを維持し、S&P500種株価指数をヘッジする。

高格付債に対するグローバル株式のオーバーウェイトを維持し、S&P500種株価指数をヘッジする。グローバル株式のリスク・プレミアムは5.8%と、長期平均の3.5%よりも高く、株式のバリュエーションは債券に比べて魅力的だ。しかし、ボラティリティ(変動率)が上昇するか、相場が下落するリスクに対する防御策として、S&P500種株価指数をヘッジする。

ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。

ユーロ圏株式に対して米国株式をオーバーウェイトとする。世界貿易に関する不透明感が高まり、世界経済の成長率が鈍化すると投資財への需要が低下する。ユーロ圏はブレグジットという政治的逆風にも直面している。我々は、米国市場の方が底堅いと予想する。貿易摩擦が激化した場合には、FRBの方がECBよりも経済成長減速に対する多くの対抗策を持っている。

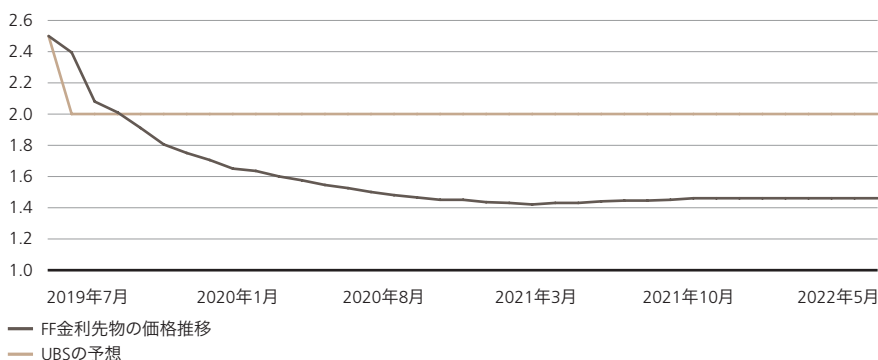
ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。

ユーロ圏株式に対して日本株式をオーバーウェイトとする。日本株式は年初来でわずか7.6%しか上昇しておらず、約18%の上昇率を記録したグローバル株式とユーロ圏株式に見劣りする。ユーロ圏と日本は世界の景気サイクルの影響を大きく受けるが、ユーロ圏がマクロの景気回復を織り込んでいるのに対し、日本は織り込んでいない。

図表4

市場はFRBによる積極的な利下げを織り込んでいる

FF金利先物の推移



出所：ブルームバーグ、UBS(2019年7月17日現在)

キャッシュに対して米2年国債
をアンダーウェイトとする。

キャッシュに対して米2年国債をアンダーウェイトとする。米2年国債利回りは5月初旬以降で50bp低下した。しかし、市場は急激な利下げリスクを過剰に捉えすぎている可能性がある(図表4参照)。米国の失業率は3.6%と数十年来の低水準にあり、米国の経済成長率は潜在成長率付近にある。金融環境は緩和状態にある。このポジションは、FRBが突然タカ派に転じる(その場合には、リスク資産には悪影響を及ぼす)リスクへの効果的なヘッジとしても機能する。



Mark Haefele
Chief Investment Officer
Global Wealth Management

UBS投資家フォーラムの**見方**

今月の投資家フォーラムでは、金融政策の見通しが議論された。

- 参加者全員が米連邦準備理事会(FRB)は利下げすると予想したが、それがどの程度なのか、そして利下げサイクルがどれくらい続きそうかについては意見が分かれた。
- 欧州中央銀行(ECB)はFRBに続いて利下げをするとの見方では意見の一致を見たが、その効果は限られるだろうと考える参加者もいた。
- 現在のような低成長と低金利環境ではキャリー取引が高パフォーマンスを上げるとの見方に異論はなかった。

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス(UBS AGまたはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社が作成したものです。なお、本レポートは、UBS証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先であるUBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)およびUBSグループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家に相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等:UBS証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2633号

加入協会:日本証券業協会、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

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。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。外国株式は、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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの1%または1円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先であるUBS銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店 登録金融機関 関東財務局長(登金)第605号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019無断転載を禁じます。UBSはすべての知的財産権を留保します。UBSによる事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBSは、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。