



2022年4-6月期

クレジット四半期アウトルック

## 「タックルをしなければならない 時点で既にミス」(パオロ・マルディーニ)

- ファンダメンタルズは悪化し、幅広いシナリオが想定されるように
- バリュエーションが平均的水準で安定することはないが、一定のリスクは織り込まれた模様
- 中央銀行(FRB)がインフレ対応に追われるためテクニカルは脆弱。後手に回った対応の迅速な修正が必要に

2年間にわたるパンデミック危機の下で多くの経済指標に歪みが生じたため、ロシア・ウクライナ危機が深刻化する前の段階から、経済評価の作業には困難が伴いました。このためロベコでは、前回のクレジット四半期アウトルックに「不完全な情報に基づく不完全な予測」というタイトルを付けました。ロシアによる軍事侵攻、原油価格の上昇、サプライチェーンのさらなる混乱を考えると、ファンダメンタルズに関してさらに幅広い可能性を評価する必要が生じていることは明らかです。方向性としては、経済の下振れリスクが顕著に高まり、景気後退入りのリスクが公然と議論されています。実

Outlook  
機関投資家向け  
2022年3月

Victor Verberk & Sander Bus  
クレジット・チーム共同責任者

Jamie Stuttard  
クレジット・ストラテジスト

際に景気後退に陥るのは 1~2 年先のこともかもしれませんが、市場ではこの先 1 年以内にそうなる展開が想定される可能性があります。

昨年 12 月初旬に前回のアウトルックを公表して以来、バリュエーションは著しく割安になりました。より詳しく分析すると、欧州のスワップ・スプレッドの拡大によっても裏付けられるように、流動性リスク・プレミアムが大幅に拡大しているとの結論が導かれます。一方で、真のクレジット・リスクを反映するデフォルト・プレミアムは、それほど拡大していません。

テクニカルに注目すると、主な懸念材料としては、先進国市場の中央銀行が後手に回っていることが挙げられます。今回の引き締めサイクルの開始時期が遅れるなど、FRB は明らかに政策判断を誤ったとロベコは考えています。ここで主なリスク要因としては、向こう数カ月間に予想を上回る規模の利上げが行われることや、インフレの高進が長期化するだけでなくピークアウトの水準が切り上がることが考えられます。四半期アウトルックのセッションにご参加いただいたダリオ・パーキンズ氏が指摘したように、現在の状況は、「ディフェンスの戦術において来たるべきリスクを適時に想定できなければ、非常手段(すなわち、タックル)に訴えざるをえない」という、イタリアのサッカー選手パオロ・マルディーニ氏が表現した状況に類似しています。

## ここで主なリスク要因としては、向こう数カ月間に予想を上回る規模の利上げが行われることや、インフレの高進が長期化しピークアウトの水準が切り上がることが考えられます

ロベコは現在、総合的に判断して、投資適格債のベータはやや高い水準としています。リスク・バジレットの第 1 四分位の範囲に収まる限りは、ベータが 1 を小幅に超えても支障はありません。一方、ハイイールド債に関しては、特に米国市場では楽観的な見方が再び浮上するようになり、スプレッドは過度にタイトな水準で取引されていると考えています。欧州ハイイールド債のクレジット・スプレッドはここ数カ月間で割安になりましたが、全体としてベータをアンダーウェイトとするポジショニングを引き続き選択しています。

## ファンダメンタルズ

初めに、ウクライナにおける不当な軍事衝突の犠牲者の方々全てに哀悼の意を表します。繰り広げられる悲劇を前にすると、定例のクレジット四半期アウトルックが何の意味を持つのかも感じますが、これはロベコの使命であり、お客様のために適切なポジショニングを保つため、いつも通り金融市場の冷徹な分析に努めたいと思います。

今回の危機によって、欧州経済は深刻な打撃を受ける見通しです。サプライチェーンの問題が存在するだけでなく、欧州諸国がウクライナからの農産物とロシアからのエネルギーに強く依存していることは、言うまでもありません。また、石油ガスの純輸入国でもあり、今後も長年にわたってエネルギーの供給を域外に依存することになります。ロシアからのガス供給の唐突な遮断、制裁の大幅な強化、核の脅威増大という以前には考えられなかったような展開は、ロベコの基本シナリオではありませんが、ロシア産ガスへの依存から完全に脱却する期限が迫りつつあることには留意しています。

米国経済は回復局面に入ってからまだ 2 年も経過していませんが、既に過熱の域に達しています。労働市場は概ね回復し、この分野での FRB の役割は終了しました。パンデミック危機下で労働力人口から突然離脱した労働者のほとんどが復帰を果たすなど、失業率は 25~54 歳の層を中心にコロナ前の低い水準を概ね回復しています。また、賃金の伸びは広がりを見せるようになりました。政策当局や市場参加者にとっては、インフレの動向が共通した重要な問題であると思われる。

中国経済についても一言コメントしておきましょう。ロベコは以前から、過剰債務によってもたらされた経済成長の「奇跡」の持続性について懸念していましたが、この奇跡が終焉を迎えたことは明らかです。これ以上債務を増やしても、中国政府が直面するマクロブルーム上の懸念を悪化させずに、5.5%の成長目標を実現することは難しいでしょう。不動産セクターの崩壊は、資本配分の失敗と過大なレバレッジを抱えるシステムの症状と言えます。中国政府にとって、社会の安定維持が最大の目標であることに変わりはなく、何らかの形で刺激策を実行する可能性は高いでしょう。

また、中国経済の減速は、域内の貿易チャネルを通じて東南アジア諸国の成長率を下押しすると考えられ

ます。小規模な影響であれば、他の新興国市場にも容易に波及するでしょう。言うまでもなく、一部の地域では石油の輸入が問題化していますが、これに食品価格上昇の影響が重なることとなります。新興国市場の一部の最貧国にとってこれは重要な問題であり、過去を振り返ると、食品、エネルギー価格の上昇は社会不安の典型的な初期条件となりました。新興国市場における多くのコモディティ輸入国のファンダメンタルズ見通しは、決してバラ色ではありません。対照的に、ブラジルなどの国々は恩恵を享受しています。

次に、石油ガス価格上昇の影響について考えてみましょう。原油価格の急騰によって、GDP成長率は何年かにわたって3%程度押し下げられるという推計も一部に存在します。このように、エネルギー・ショックは総合インフレ率を押し上げるだけでなく、経済成長の足かせになることは明らかです。この場合、中央銀行は厄介な立場に置かれます。端的に言って、インフレ率は無視できないほど高く(米国の消費者物価指数(CPI)は10%近くまで上昇する可能性があり)、PCE(個人消費支出)デフレーター・ベースで2%という政策目標を掲げるFRBは、対応せざるをえません。このため、短い期間に利上げが連続的に行われる公算が大きく、同時にバランスシートの縮小が進む結果、経済成長に悪影響が及ぶおそれがあります。ロベコ・グローバル・マクロ・チームはこのような状況を踏まえて、今回の四半期アウトlookに「チェックメイト(Czech mate)に陥る」というタイトルを付けました。チェコを皮切りに、イールドカーブが逆イールド(長短金利の逆転)化するケースが世界的に増加し、急激な利上げに伴う景気下降リスクの高まりが示唆される状況に言及しています。

また、1970年代との比較を念頭に、足元の経済情勢を評価しました。実際のコモディティ価格の時系列的データを確認すると、年初来のエネルギー価格上昇のスピードは、既に1973~74年や1978~79年の事例に匹敵していることがわかります。1970年代と比べてエネルギーに対する感応度が低下しているとは言え、実勢価格は当時の2倍の水準にあることから、米国経済に与える影響を考慮する必要があります。一方、好材料に注目すると、足元では組合労働者が不在であることや、国際的な競争環境の変化が、背景の大きな違いと言えます。

総合的に評価した上で、利上げサイクルと石油ショックがいずれも景気後退の引き金になりうると理解し

ています。その確率は相応に高く、確実に上昇していると考えています。

## 総合的に評価した上で、利上げサイクルと石油ショックがいずれも景気後退の引き金になりうると認識しています

幸いなことに、足元で利益率、短期資金繰りの余裕度がとても良好であることなどを踏まえると、企業のバランスシートの健全性は良好な状態にあると言えます。債務返済スケジュールの長期固定化を進めた企業も多いため、金利が上昇する中でも、インタレストカバレッジは良好な水準で推移する見通しです。現時点では、1990年代後半のTMT(テクノロジー・メディア・テレコム)セクターや2007年頃の米国の住宅、金融セクターのように、債務再編を必要とするような肥大化したバランスシートを抱えていたり(中国の不動産セクターは例外的)、痛みを伴う再編プロセスを必要とする点で目立ったセクターは、特に存在しません。

最後に、長期的な見通しについて触れておきましょう。短期的には不透明感がまん延していますが、過去10年間に経験した低成長、低インフレの時代から、ようやく脱却できるようになるのかもしれませんが、欧州では、世界金融危機と欧州債務危機に際して、強力な金融支援策を展開した中央銀行が危機対応を全面的に主導しました。財政支出が小規模にとどまったため、経済成長を下支えする量的緩和(QE)の効果は限定的となりました。一方、パンデミック危機対応は異なり、各国政府とも大規模な財政赤字を積極的に受け入れました。欧州政府は全体として防衛、エネルギー関連の支出を拡大する可能性が高く、足元の緩和的な財政スタンスは長期化しうると予想しています。その結果、経済成長にとっては追い風となるものの、過去10年間の水準を上回るようなインフレの高進につながる公算が大きいとみられます。もっとも、ボラティリティと不確実性の高まりが資産価格の重石となることも想定されるため、資産のリターンが必ずしも改善するとは限らないことには、注意する必要があります。

第2四半期の見通しの結論として、米国のエコノミストであるラリー・サマーズ氏とアレックス・ドマッシュ氏

が指摘するように、過去の事例を振り返ると、インフレ率が4~5%を上回り、失業率が5%を下回る状況においては、ほとんどの場合、景気サイクルはハードランディングに突入しています。中央銀行はブレーキを踏むとみられますが、適切な選択肢はほとんどなく、「チェックメイト(Czech mate)」に陥るおそれがあります。第1四半期と同じように、不完全な情報に基づく不完全な予測には注意が必要ですが、ファンダメンタルズに関しては、市場の見通しが悪化していることは明らかです。

## バリュエーション

今回は、かなりの時間をかけて、現在のクレジット市場に内在する相対価値の理解に努めました。一見すると、クレジット市場は大幅に割安化したようであり、ユーロ建ての投資適格債やハイイールド債、さらには米ドル建ての投資適格債のスプレッドまでもが、中央値に近い水準に戻りました。しかしながら、やや詳細に見ると、顕著な違いが浮き彫りとなります。

少なくとも欧州市場においては、最近のスプレッド拡大を招いた最大の要因は、流動性プレミアムであるように思われます。ユーロのスワップ・スプレッドは、ドイツ国債の希少性が増す中で拡大しています(ECBがかなりの割合のドイツ国債を買い入れる一方で、レポ市場においてこれを流通させていないことが要因)。言い換えると、オプション調整後スプレッド(OAS)の拡大要因の大部分はスワップ・スプレッドの拡大であり、スワップ対比のクレジット・スプレッドの拡大は小幅に留まっているということです。このことは、デフォルト・リスクが市場に織り込まれていないことを意味します。関連して、ハイイールド債市場ではCCC格がアウトパフォーマンスしています。

これに対して米国市場では、スワップ・スプレッドは比較的安定的であり、基本的にオプション調整後スプレッド(OAS)の拡大要因は、真のクレジット・リスクに対するプレミアムの拡大に尽きると言えます。リスク・テイクを考える場合、十分に織り込まれていないと思われるデフォルト・リスクをとるよりも、担保契約を交わしたカウンターパーティーとの間で、例えばユーロのスワップ・ポジションをとる方が好ましいと考えています。

2022年1~3月期には、この先FRBは迅速な対応を迫られるとの見方が、市場では急速に広がりました。

年初時点では、市場は3回の利上げ見通ししか織り込んでいませんでした。FRBの見方も同様でした。現在では、約8回の利上げ見通しが織り込まれています。ロベコの分析によると、クレジット・スプレッドを始めとする市場価格には、量的緩和の終了と量的引き締め(QT)の数カ月先における開始見通しが反映されています。ロベコではこれを「2018年」シナリオと呼んでいます。他にも織り込まれていないシナリオがいくつか存在します。

1つ目は、今回の原油価格ショックが1970年代型のインフレと景気後退という流れにはならないかもしれませんが、足元で繰り広げられる供給主導型のオイル・ショックと当時の状況を比較すると、景気の減速とスプレッドの反応がより深刻になる可能性が懸念されます。もっとも、経済の構造、石油生産地域の分布、長期的な対策が実施される可能性など、1970年代との違いも数多く存在します。

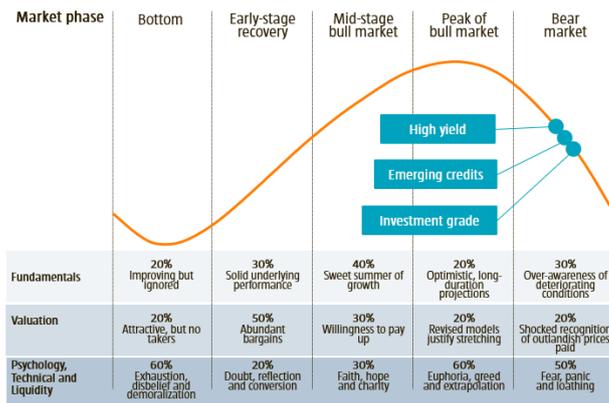
2つ目は、ロシア国債のデフォルト・シナリオです。名目ベースでは過去最高規模のデフォルトとなりますが、リスク・プレミアムに完全に織り込まれたとして消化しているものか、それほど確信は持てません。

3つ目は、中国の経済成長率が政府の公式目標(5.5%)を下回るシナリオです。ロベコでは、目標が達成される可能性は低くなりつつあるとみていますが、大規模な景気刺激策が実施されない限り、実現は難しいでしょう。最近10年間の世界のGDP成長率に対する限界的な寄与度の半分以上を中国が占めていることから、このシナリオが実現した場合も、失望を呼ぶかもしれません。

バリュエーションに関する結論として、スプレッドは中央値に近い水準に戻りました。これは、過去7四半期において最もワイドな水準に相当します。とは言え、多様なテール・リスク・イベントが存在するため、中期的にベータ・ロングのポジションをとるのは賢明ではありません。1970年代と比較して今日のより高い債務負担を念頭に、消費者の実質購買力の大幅な低下がどのような結果につながるのか、どの程度の利上げによって経済に悪影響を生じるようになるのか、状況を見極めたいと考えています(現在の先進諸国において金利に対するインテンシティが上昇している点が、より一層注目されるべきでしょう)。ここ数四半期とは異なり、クレジット・リスクのショートをもはや選好していませんが、リスクをロングするには、リスク・プレミアムの拡大

が必要になります。銘柄とセクターの選択にフォーカスしつつ、スプレッド構成の地域間格差にも注目しています。

**市場のサイクル | マーケット・セグメントに対する我々の見解のマッピング**



出所:ロベコ、2022年3月

**テクニカル**

今回の四半期アウトLOOKのセッションにおけるテクニカル関連の議論は、近年では最も興味深い内容でした。中央銀行が政策対応をさらに前倒しで行うことに対する懸念、逆イールド化が発するメッセージ、さまざまな地政学イベントについて議論しましたが、その他に、売買の法則についても検証しました。

ロベコ・グローバル・マクロ・チームは、ミューチュアルファンドの資金フローについて分析しました。年初来、債券市場では資金フローがかなりのマイナス(資金流出)となっています。もっとも、資金フローは直近の状況をリアルタイムで数値化したものであり、その後の数週間の連続した超過リターンとの間には、ほとんど相関がないことが確認されています。その一方で、統計上の2標準偏差相当の資金流出が3カ月続いた後には、以降3カ月間のリターンがプラスに転じるなど、市場の不安定期が続いた後には安定期が訪れる傾向があることもわかりました。

もうひとつの仮説に対する検証として、直近の動きのようにオプション調整後スプレッド(OAS)が40bp以上拡大した場合、超過リターンにどのような影響が生じるのかを検証しました。売り局面が数週間に留まる場合には、スプレッドの拡大傾向が続く可能性が高い

一方で、10~12週間続く場合には、市場が反転して中央値の超過リターンがプラスに転じる確率が高いことがわかりました。ただし、売り局面が継続した場合の損失規模については、スキュー(歪み)が大きいため、期間のみに基づいてスプレッドの平均回帰性に依存すべきではありません。

最後に、100bpの利上げ見通しが市場に織り込まれた後の、期待リターンの変化についても検証しました。(現在のグローバリゼーション、ディスインフレ、金融抑圧の長期的サイクルの起点である)1982年以降に関しては、市場には実際よりも多くの利上げ回数を織り込む傾向が確認されました。一方、1982年以前に関しては、正反対の傾向(市場が必要な利上げ回数を過小評価する傾向)が確認されました。このように、市場ではインフレと金利の長期サイクルが評価されていないように思われます。今回のサイクルでは、スプレッドは12カ月以内にピークに達すると予想していますが、その水準はファンダメンタルズの状況に大きく依存します。おそらく意外なことではありませんが、フォワード・ルッキングな戦略的評価において、時間は唯一のファクターではないとの結論が導かれました。売り局面が3カ月続いた後に、より重要なレフト・テール寄りのイベント(極端なネガティブ・シナリオ)が市場において発生するかどうかを決定付けるのは、多くの場合はファンダメンタルズであり、その視点を採り入れることも欠かせません。

言い換えると、単純な売買の法則は機能しないことになります。

代わりに、基本に立ち戻りました。以前にセントルイス連銀のブラード総裁が想定したように、原則として、量的引き締めは量的緩和とは正反対の効果を金融市場にもたらすはずで。他の条件を一定とすると(つまりFRBがバランスシートを縮小する唯一の中央銀行だと仮定すると)、実質利回りの上昇、ブレイクイーブン・インフレ率の低下、株価の下落、スプレッドの拡大、為替レートの上昇、という結果が想定されます。年初来6週間の動きは、概ねこの流れに沿うものでした。そして今、原油価格の急騰がブレイクイーブン・インフレ率にショックを与えたことにより、量的引き締めに対する調整が完了したかどうか全くわからなくなりました。その理由として、中央銀行には金融政策の引き締めを通じて石油ショックに対応する傾向があること、歴史的に石油ショックと持続的な利上げサイクルの後には景気後退が続くことが挙げられます。石油ショックが需要サ

イドのショックではなく、(今回のように)外因的な供給サイドのイベントである場合には特に、経済成長には深刻なリスクが生じます。見通しはそれほど良好ではないようです。

その一方で、明るい材料もあります。市場のポジショニングが慎重であるとも読み取れる証拠が数多く見受けられます。債券の資産配分、ベータのポジショニング、クレジットの評価は、いずれも保守的な水準にあるようです(DTCC のデータにおいて CDS インデックスのプロテクション買いの方向へのシフトが顕著に確認されるなど、比較的客観的な兆候も存在します)。このため、近い将来に弱気相場のあや戻し(下落基調にある相場が一時的に少し上がること)のような状況が発生することも、十分考えられます。このことが、ロベコが現時点でリスクのアンダーウェイトを削減する重要な理由になります。また、新発債の発行プレミアムが回復していることも、好材料と言えるでしょう。足元で、新発債の価格は流通市場銘柄よりも大幅に割安であり、追加的な超過リターンを獲得する好機が提供されています。新発債のパイプラインが回復し、起債市場が活性化すると、問題含みの銘柄の流通市場価格が個別に下落することはあっても、市場全体のパフォーマンスに追い風が吹くことも考えられます。

金融市場では往々にして、ボラティリティが市場内部でデザインされます。足元では、「ボラティリティ・ショック」と「バリュエーション・アット・リスク(VAR)ショック」が毎週のように発生しています。コモディティ価格の変動、日中の株価の変動、中国市場における劇的な値動きが、市場のストーリーとなっています。中央銀行が大量の流動性を供給してきたことを踏まえると、これが吸収された場合にボラティリティが上昇したとしても、意外なことではありません。取引流動性、高水準のバリュエーション、ポジショニングの偏りは、量的緩和時代の遺物であり、市場を機能不全に陥らせる要因になります。例えば ECB の場合、2014 年以降は 9 割以上の期間において、量的緩和政策を実施してきました。流動性の吸収を企図する中央銀行にとって、非常に厄介なタイミングですが、インフレが高進する中で、他の選択肢は極めて限定的です。

## 経済成長とインフレのミックス(組み合わせ)の悪化がショックとなり、典型的なスタグフレーションにつながる可能性があります。そうなるかどうかは、遠くない将来に判明するでしょう

結論として、経済成長とインフレのミックス(組み合わせ)の悪化がショックとなり、典型的なスタグフレーションにつながる可能性があります。結論は遠くない将来に判明するでしょう。既知のこととして、付随するテール・リスクが顕在化した場合、大規模なスプレッド拡大につながり、米ドル建ての投資適格債のスプレッドは 200bp 近くに達する可能性もありますが、そのシナリオはいまだ織り込まれていません。

### 結論

総じて言えば、足元のバリュエーションは、クレジット市場に対していくぶん前向きなスタンスで臨むべきことを示唆しています。しかしながら、パオロ・マルディーニ氏がかつて述べたように、「タックルをしなければならぬ時点で既にミス」になります。わずか数週間前までは、地政学リスクの帰結はほとんど織り込まれていませんでしたが、中央銀行はブレーキをかける必要に迫られています。FRB に逆らうつもりはありません。2018 年型の環境が織り込まれたことを踏まえると、バリュエーションの観点からは、クレジットに対する配分を再び増やすことが非常に合理的と言えます。もっとも、テール・リスクが視野に入る中で、石油ショックの全容が明らかになっていないため、やや慎重にアロケーションを調整しています。

### ポジショニング

ロベコは前四半期の段階で、ポートフォリオのポジショニングを既に調整しています。スプレッドが大幅に拡大したことを受けて、2 月末からリスクを積み増すようになりました。もっとも、スワップ・スプレッドの変動によっても裏付けられるように、流動性プレミアムが拡大傾

向にある一方で、デフォルト・プレミアムはそれほど拡大していません。

したがって、ご投資いただいているクレジット運用戦略では、投資適格債のアロケーションは再び中立としています。このロベコの中立的からややポジティブなスタンスは、機関投資家からの需要とも合致しています。一方、ハイイールド債についてはアンダーウェイトを据え置きます。

地域別に見ると、ウクライナ情勢に由来するプレミアムの存在を踏まえ、米国のリスクよりも欧州のリスクを嗜好しています。また、米国市場では、FRBの行動に対する警戒感が広がることも想定されます。その一方で、投資適格債に関しては、米ドル建て市場の方が真のデフォルト/クレジット・プレミアムが明確に反映されているため、欧州に対する選好度合いを後退させています。

また、セクター配分の調整にも注力しています。新型コロナウイルスからの回復の恩恵が期待されるセクターは存在し、また、エネルギー・セクターは安全な投資先と言えます。一方で、労働集約的なセクターや、自動車セクターに部品を供給する小規模な企業については、より慎重に見ています。

	建設的	中立	慎重
ファンダメンタルズ			✓
バリュエーション		✓	
テクニカルズ			✓
投資適格債		✓	
ハイイールド債			✓
金融債	✓		
非金融債		✓	
エマージング債			✓

出所：ロベコ、2022年3月

謝辞：

この四半期アウトルックにご協力頂いた以下の皆様には貴重なプレゼンテーションとディスカッションを頂き、深く感謝申し上げます。Viktor Hjort (BNP Paribas)、Nikolaos Panigirtzoglou (JPMorgan)、Dario Perkins (TS Lombard)、Rikkert Scholten (Robeco)、Martin van Vliet (Robeco) の見解を参考にさせて頂きました(敬称略)。

## 重要事項

当資料は情報提供を目的として、Robeco Institutional Asset Management B.V. (以下“ロベコ”)が作成した資料をロベコ・ジャパン株式会社が翻訳したものです。資料中の個別の金融商品の売買の勧誘や推奨等を目的とするものではありません。記載された情報は十分信頼できるものであると考えておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。意見や見通しはあくまで作成日における弊社の判断に基づくものであり、今後予告なしに変更されることがあります。運用状況、市場動向、意見等は、過去の一時点あるいは過去の一定期間についてのものであり、過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。また、記載された投資方針・戦略等は全ての投資家の皆様に適合するとは限りません。当資料は法律、税務、会計面での助言の提供を意図するものではありません。

ご契約に際しては、必要に応じ専門家にご相談の上、最終的なご判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。

運用を行う資産の評価額は、組入有価証券等の価格、金融市場の相場や金利等の変動、および組入有価証券の発行体の財務状況による信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動の影響も受けます。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、投資元本を上回る損失を被ることがあります。弊社が行う金融商品取引業に係る手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により異なるため、当資料において記載せず別途ご提示させて頂く場合があります。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法につきましては弊社担当者へお問合せください。当資料および記載されている情報、商品に関する権利は弊社に帰属します。したがって、弊社の書面による同意なくしてその全部もしくは一部を複製またはその他の方法で配布することはご遠慮ください。

商号等： ロベコ・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 2780 号 加入協会： 一般社団法人 日本投資顧問業協会
--