大和証券ウェビナー

お客様配布資料

2021年後半相場の見通しと中期的な有望分野について

～9月FOMCを終えた直後のタイミングで後半相場の見通しを解説～

2021年9月24日 坪井裕豪

大和証券
Daiwa Securities

大和証券株式会社　〒100-6752
東京都千代田区丸の内一丁目9番1号 グラントウキョウ ノースタワー

本日のセミナーサマリー

進行スケジュール

- 昨日公表のFOMCについて
- 前回テーパリング時の株と債券の動き
- 米景気の先行きや中国恒大問題の考え方
- 足元で注目すべきはEPSを伸ばしていけるセクター
- 粗利益率の高いハイテクセクターを推奨
- 大手ITやデータセンター、省力化、フィンテックに注目

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

9月FOMCの要点

テーパリングは11月にも決定する見通し

声明文に「景気回復が続けば資産購入の減速を正当化」と追記

項目	パウエル議長の主なコメント
景気	●（ゼロ金利政策の解除に）望ましい経済状況が22年末には実現すると考えている ●パンデミックの打撃を最も受けた分野も改善しているが、感染拡大が回復を遅らせている。
雇用	●８月は特に娯楽やホテルなどパンデミックの影響を受けやすい分野で雇用の回復が鈍った ●**今後数カ月でこうした要因は薄れ、より急速な雇用増につながる**だろう
物価	●物価上昇は著しく、**落ち着くまで数カ月は高い上昇率**が続くだろう ●供給制約の影響は今こそ目立つが、長期的な目標（2%）に向けて下がっていくだろう
テーパリング	●テーパリングの決定は早ければ**次回11月の会合**になる ●来年の中ごろに終える緩やかなテーパリングが適切であろう ●**テーパリングの開始がそのまま利上げの検討を意味するわけではない**
その他	●自身の任期が来年2月に切れることについては「何も言うことはない」 ●連銀総裁による株式取引問題について「倫理規定の包括的見直しを指示」 ●**中国恒大集団の債務不安について「中国特有の問題」** ●短期の供給制約が足かせ。特に半導体不足で生産量が減っている自動車業界で深刻 ●債務上限を早期に引き上げることは重要だ。経済や金融市場に深刻なダメージを与える

（出所）FRB声明文、各種報道より大和証券作成

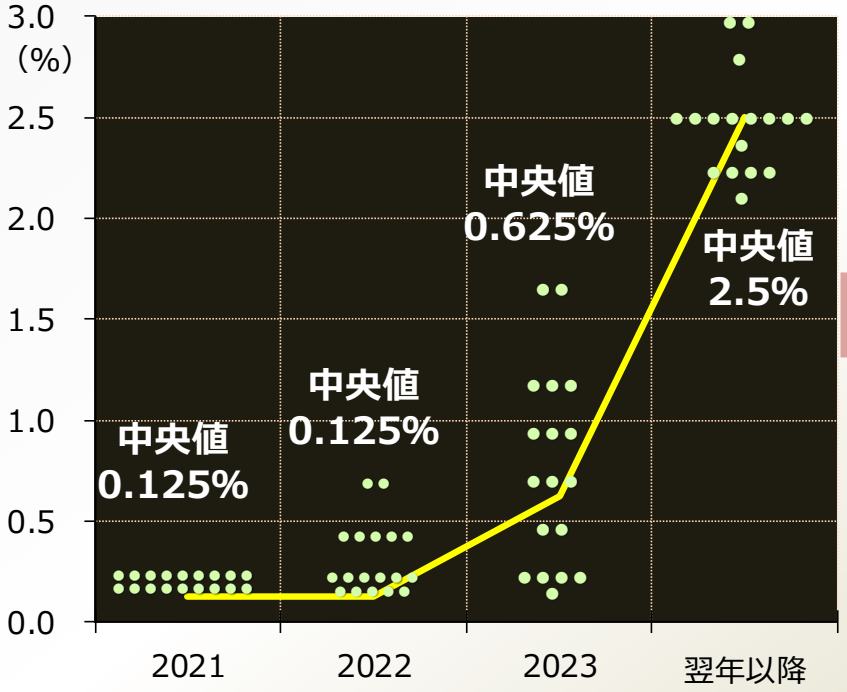
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

前回からの変化

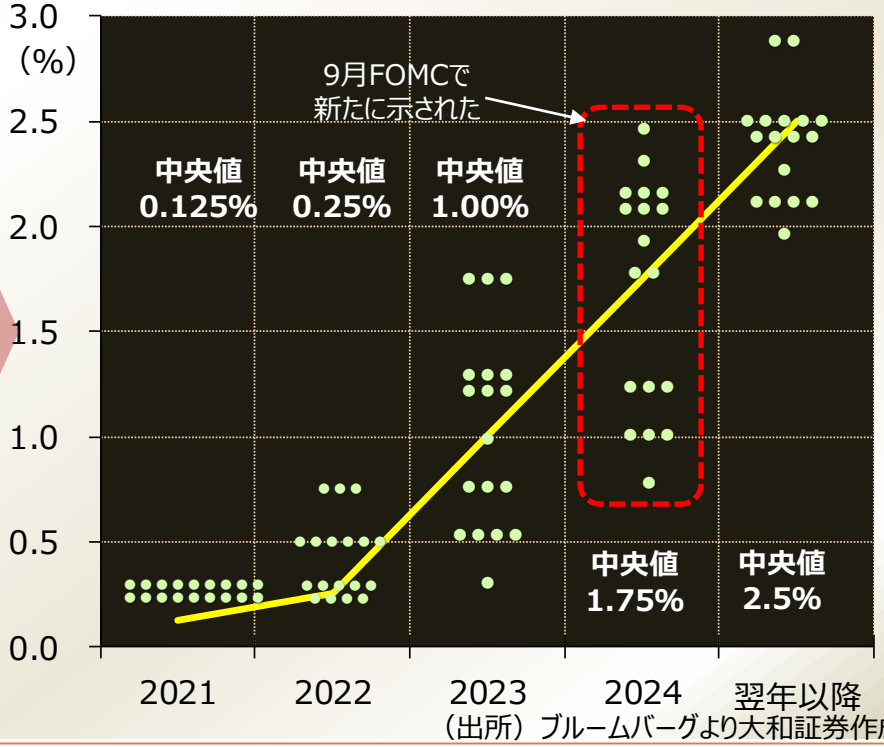
6月ドットチャートよりやや見通しはタカ派に

半数が来年の利上げ見通し、メンバー間のブレが大きい点がポイント

ドットチャート（21年6月）



ドットチャート（21年9月）



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

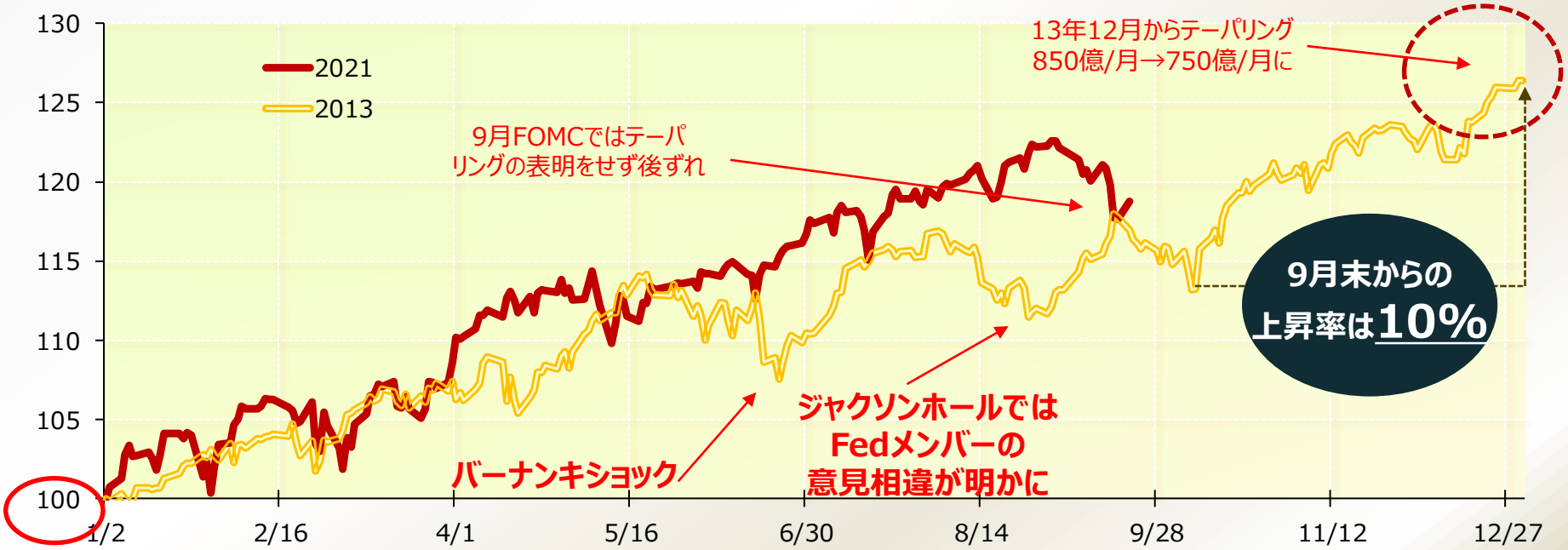
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

株式：前回テーパリング時の動き

米株式市場は2013年時と似通る動きに

2013年は9月末から更に二桁の上昇となっており堅調さが続いた

S&P500：前回テーパリングを開始した2013年との比較



※年初＝100として指数化表示（出所）ブルームバーグより大和証券作成

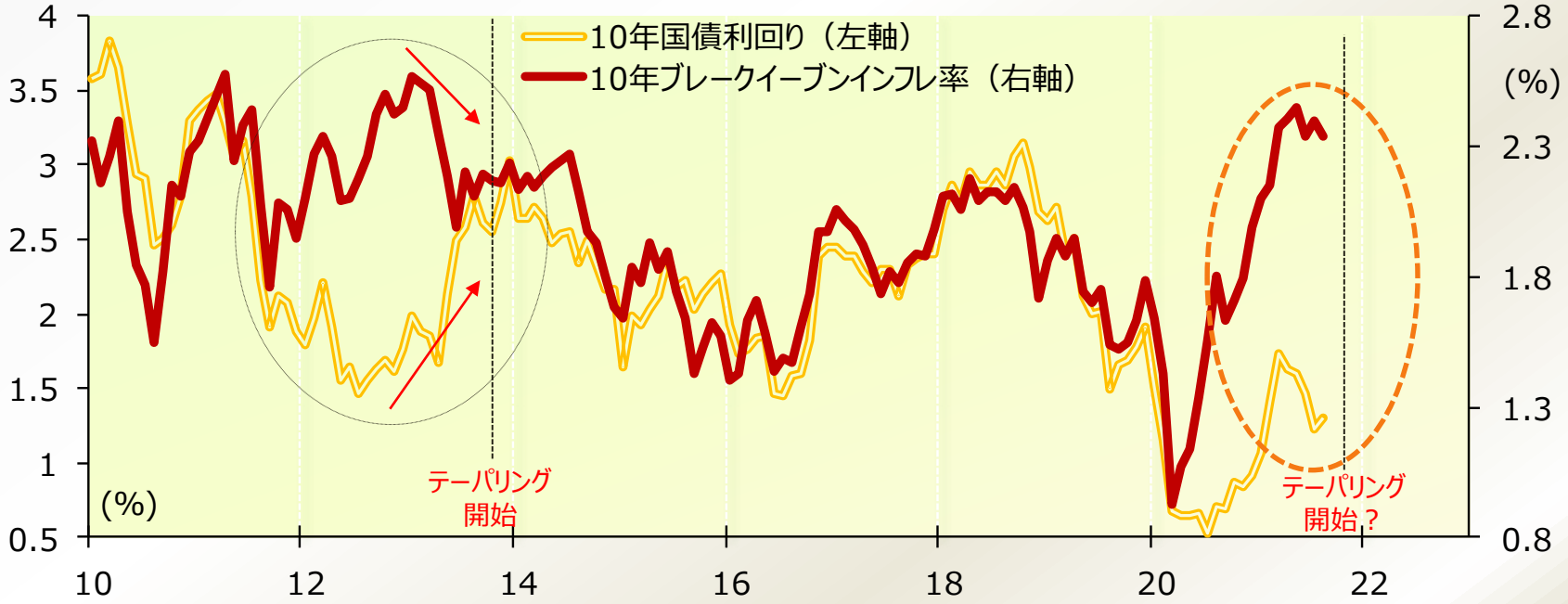
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

債券：前回テーパリング時の動き

国債と物価連動債は通常同じ動きをするが・・

テーパリング前はイレギュラーに。今後は緩やかに金利は上昇へ

米国：国債利回りと物価連動債の利回り



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

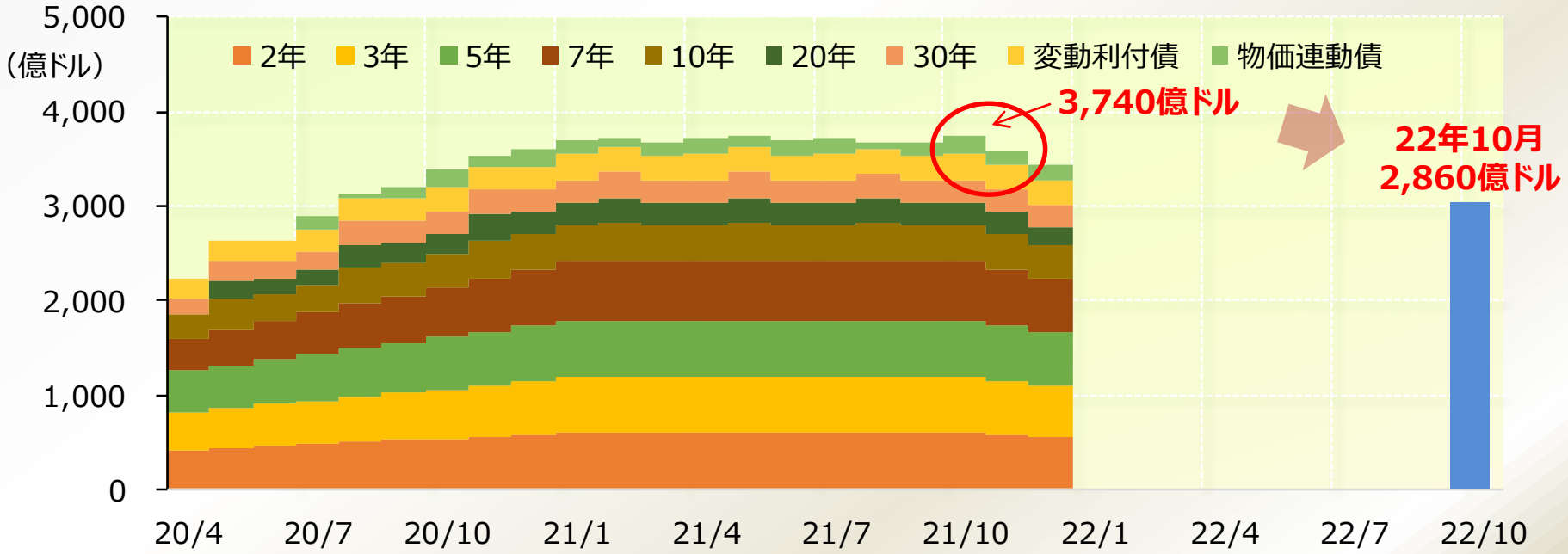
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

米国債需給は安定

テーパリングの悪影響は相殺されるとの見方

現在の国債買い入れとほぼ同額の発行額減少が見込まれている

米財務省：国債発行額の推移



※9月以降は計画値、22年10月の値はJPモルガン想定（出所）FRBより大和証券作成

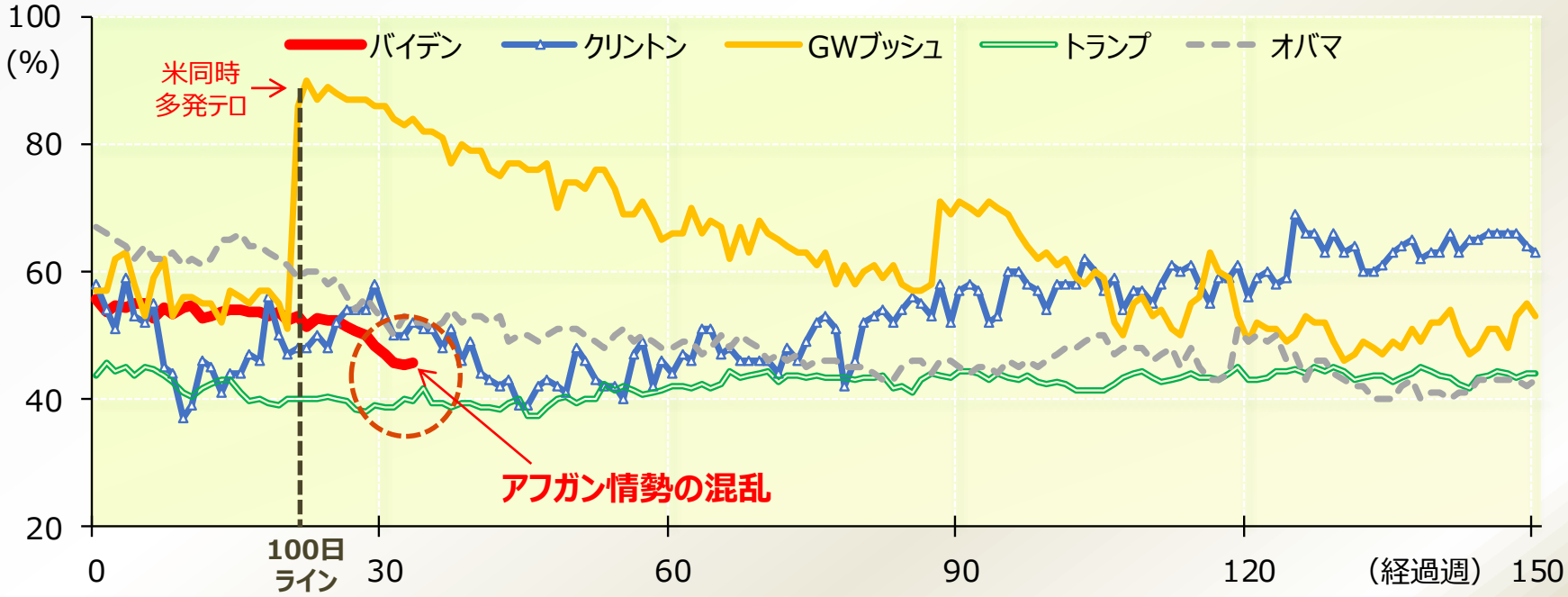
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

米財政策と債務上限

支持率悪化で優先すべきは来年度予算に

就任100日後から支持率が低下、来年の中間選もあり現実路線に

就任初年度からの大統領支持率推移



※バイデン、トランプ氏はリアルクリアポリティクスのデータを使用、他はGallup（出所）ブルームバーグ、Gallup Pollより大和証券作成

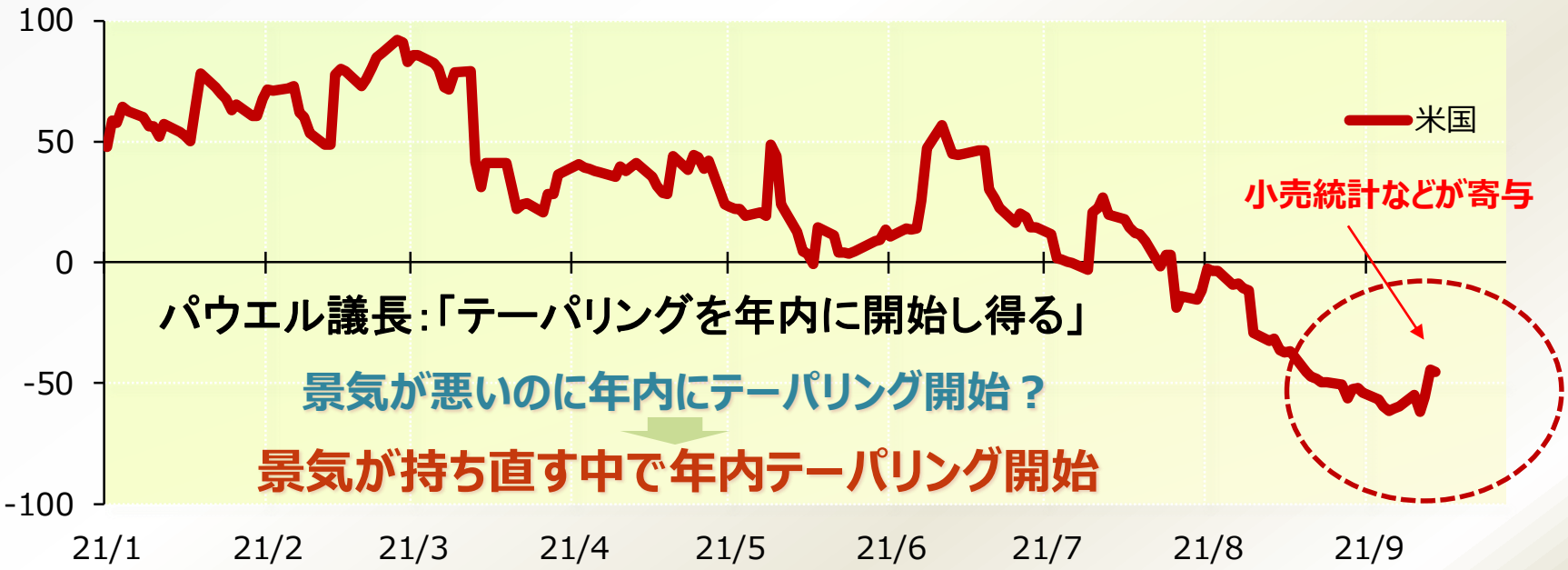
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

スタグフレーション懸念はやや後退

米景況感悪化に歯止め

景況感が回復する前の正常化開始となることへの警戒感根強い

エコノミックサプライズインデックス（米国）



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

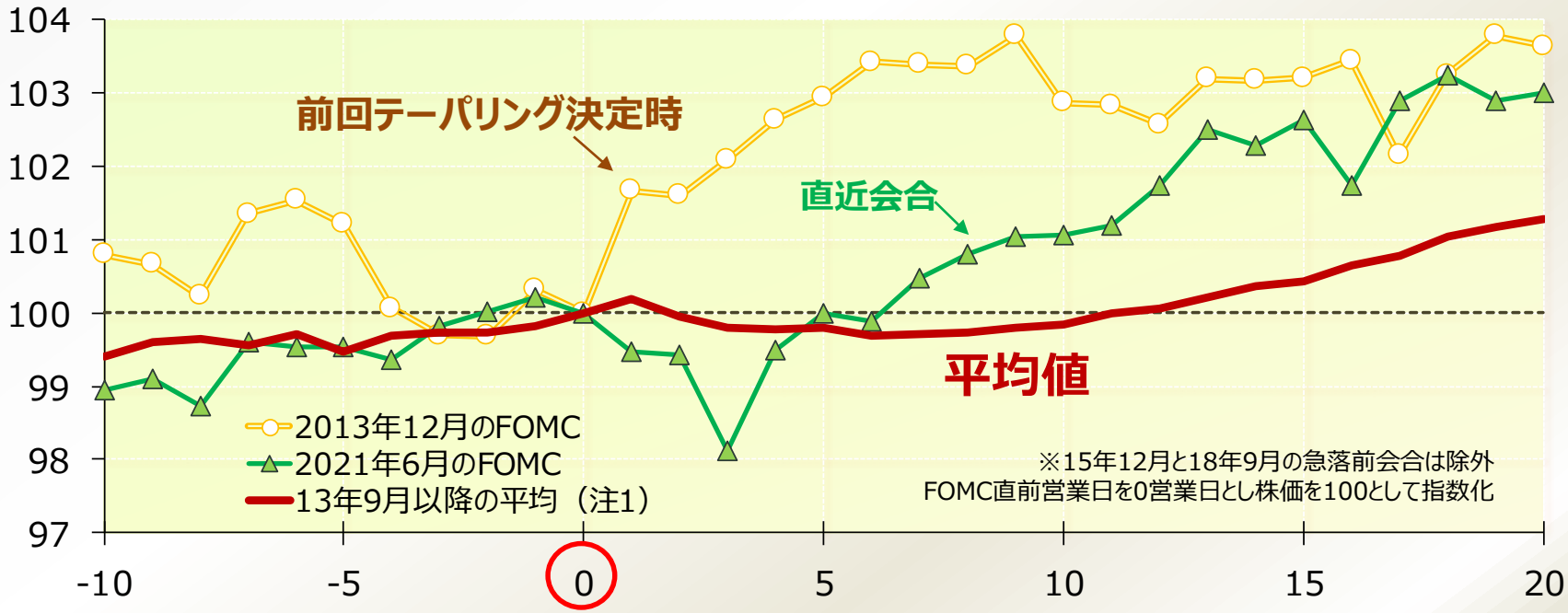
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

FOMC通過でモメンタム回復

FOMC通過後はリリーフラリーになり易い

時期を明示することはなさそうだがテールリスク後退を好感へ

米国：FOMC前後のS&P500相対株価推移



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

恒大問題はコントロール可能

無秩序な会社清算とはならないと見る

再編計画の策定へ、22年の共産党大会前の金融不安は避けたい

中国恒大のバランスシート変化

項目		2020年12月末	2021年6月末
現預金		2.5兆円	1.5兆円
売上債権（回収待ち代金）		2.2兆円	3.0兆円
棚卸資産（未完工物件）		22.2兆円	24.5兆円
	資産合計	36.4兆円	40.9兆円
仕入債務（工事代金支払等）		13.1兆円	16.4兆円
有利子負債（銀行、社債）		11.4兆円	9.8兆円 静観
	負債合計	30.8兆円	33.8兆円
純資産		5.6兆円	7.1兆円

帳簿額通りの回収が出来ないとの懸念

↓

州政府、金融機関主導で市場化されたデフォルト

↓

預金準備率の引き下げで予防的金融不安退治？

対応遅れると、連鎖倒産に繋がりかねない

※為替レートは2021年9月21日時点（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

本日のセミナーサマリー

進行スケジュール

- 昨日公表のFOMCについて
- 前回テーパリング時の株と債券の動き
- 米景気の先行きや中国恒大問題の考え方
- 足元で注目すべきはEPSを伸ばしていけるセクター
- 粗利益率の高いハイテクセクターを推奨
- 大手ITやデータセンター、省力化、フィンテックに注目

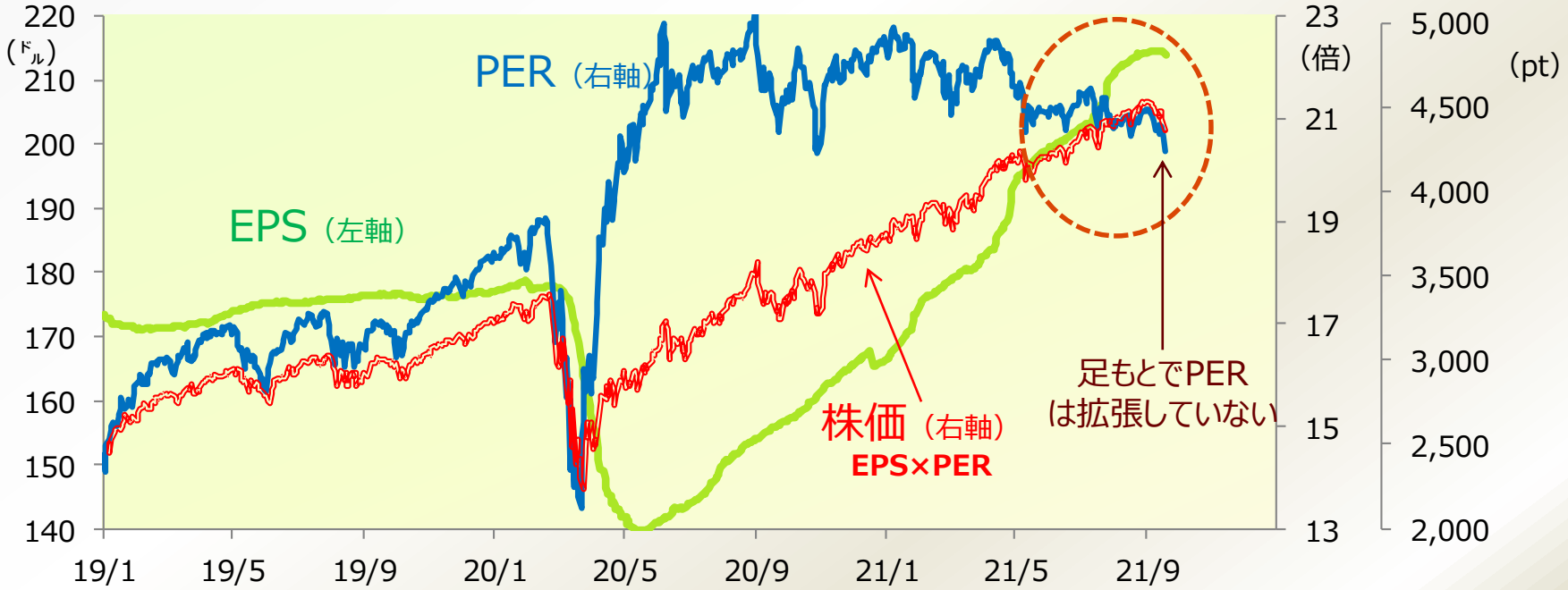
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

EPSを拡大できる企業に注目

PERは徐々に低下しており今後も同様に

株価のけん引役は基本業績に。EPSを拡大できる企業を買いたい

S&P500のEPS・PER分解



※EPSとPERは12ヵ月先予想（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

どんな企業がEPSを拡大できる？

「投資」をする際に重要視したい点は？

業績を拡張できる企業を選好、本来は株主還元も重要な要素

EPSを拡大できる企業のポイント

①	業績安定度	**足もとで順調にEPS見通しが拡大**
②	成長性	**今後中期成長が見込まれるテーマ**
③	株主還元	**自社株買いなどでEPSを拡大**

?

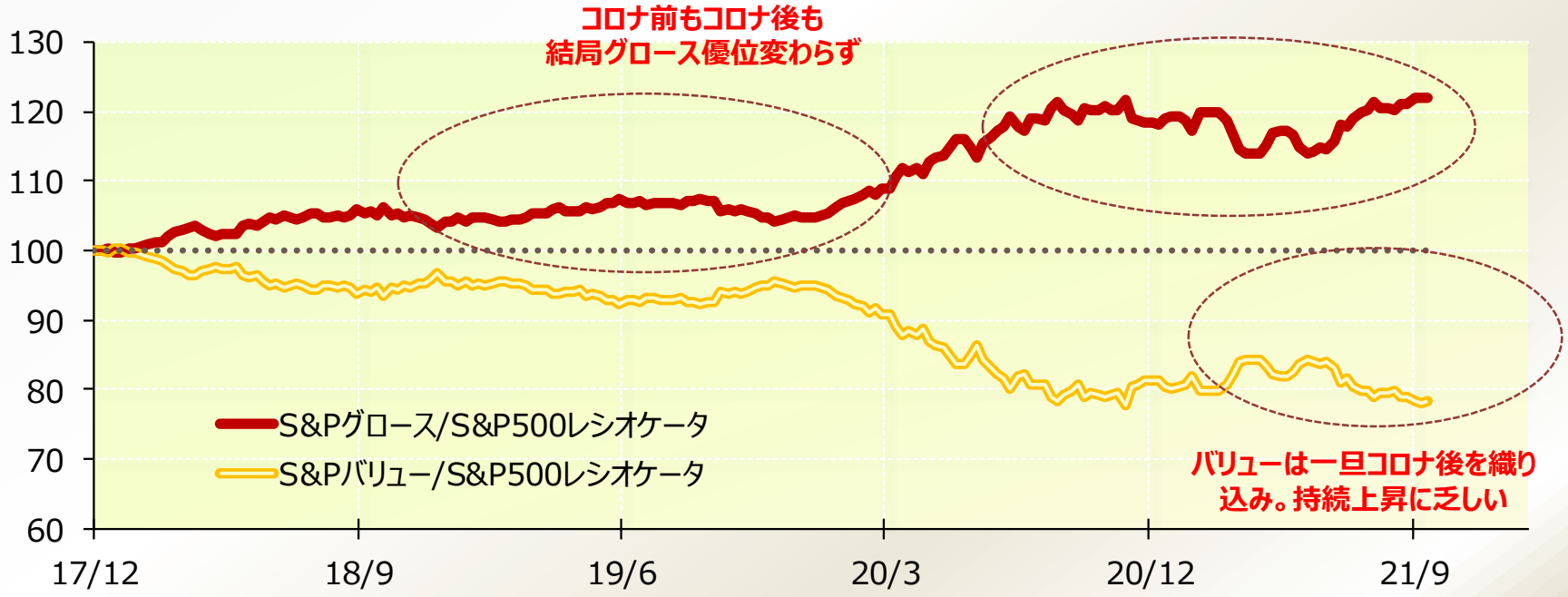
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

持続性を鑑みるならグロースに

バリューへのローテ機会は考え得るが・・・

経済制限の影響を受けた景気敏感セクターの買い戻しも有効

S&P グロース/バリュー指数のレシオケータ推移



※データは2021年9月17日まで（出所）ブルームバーグより大和証券作成

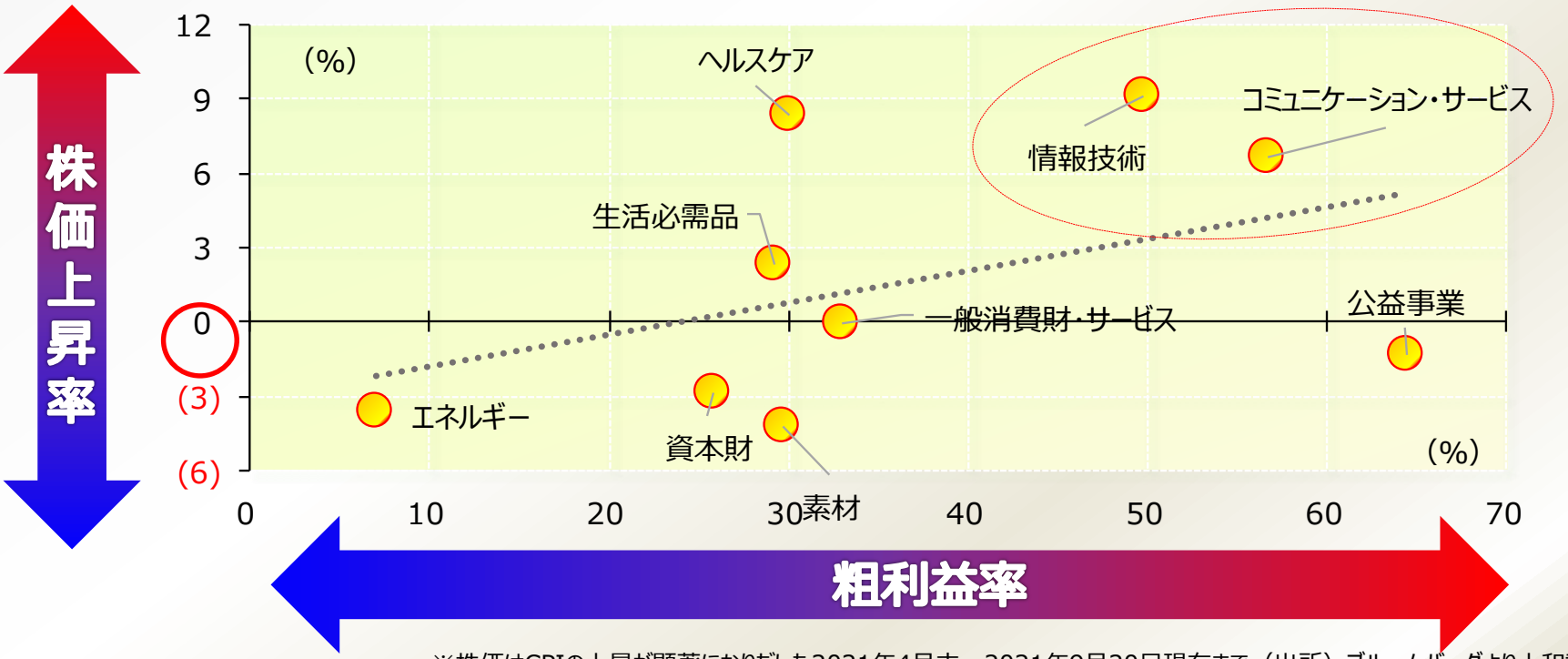
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

足もとの環境から考えると

粗利益率の高いセクターに物色

決算で人件費増やコスト増の影響を受けにくいとの考え方

S&P500セクター別：粗利益率と株価



※株価はCPIの上昇が顕著になりだした2021年4月末～2021年9月20日現在まで（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

具体的な銘柄を例示

各企業の粗利益率と株価騰落率
（上段：騰落上位、下段：騰落下位）

ティッカー	企業名	粗利益率	粗利益率（8四半期平均）	株価騰落率
MSCI	MSCI	82.5%	82.1%	30.6%
SNPS	シノプシス	79.1%	78.3%	30.0%
DHR	ダナハー	60.9%	57.1%	27.6%
ADBE	アドビ	88.4%	86.4%	26.2%
ISRG	インテュイティブ・サージカル	69.9%	68.2%	17.2%

ティッカー	企業名	粗利益率	粗利益率（8四半期平均）	株価騰落率
GM	GM	20.2%	20.3%	▲13.7%
PPG	PPGインンダストリーズ	39.7%	44.0%	▲14.6%
MU	マイクロン	26.4%	32.9%	▲15.9%

※株価騰落率は2021年4月末～2021年9月20日、粗利益率の8四半期平均は直近四半期除く（出所）ブルームバーグより大和証券作成

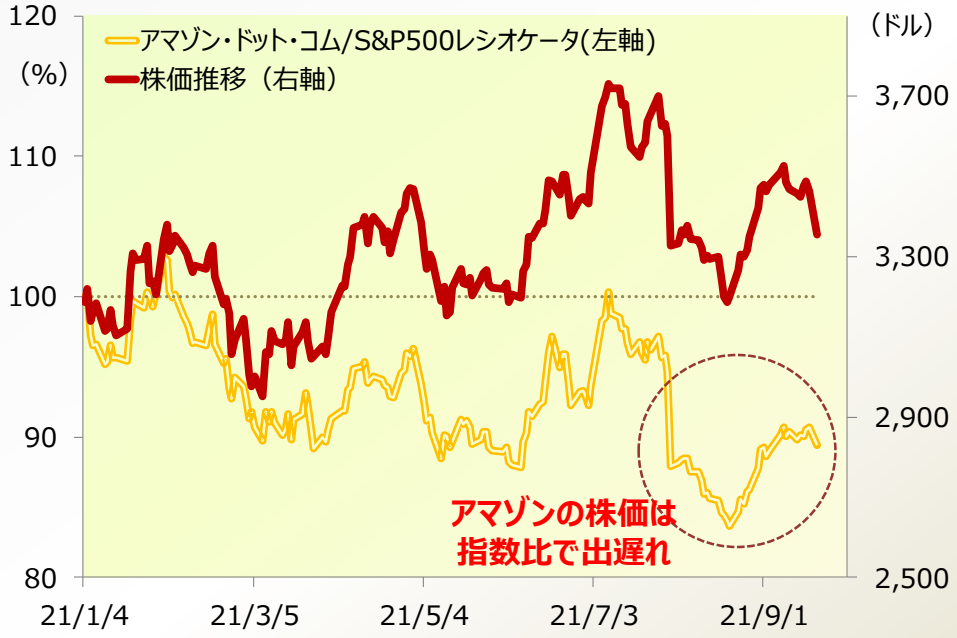
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

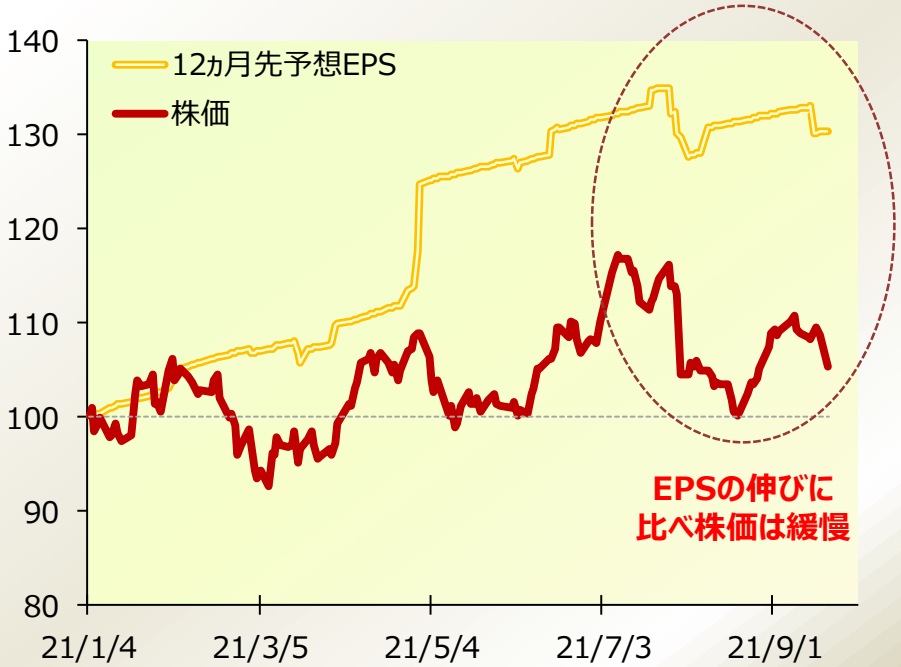
アマゾン（AMZN US）

EPS見通しは順調に拡大している

直近の保守的決算は一旦織り込み済、業績から割安感強い

アマゾン：株価とレシオケータ、12ヵ月先予想PER





（出所）ブルームバーグより大和証券作成

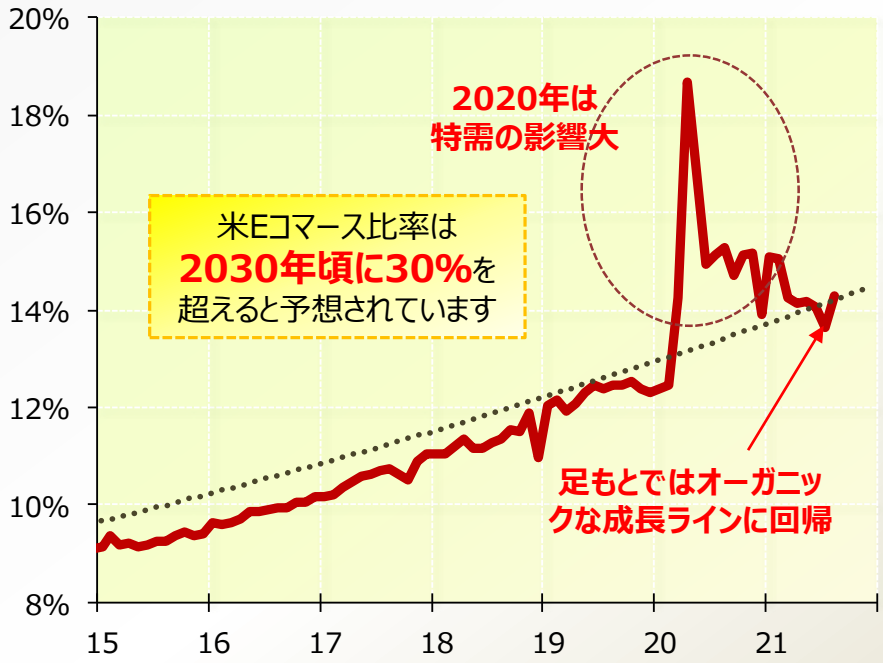
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

アマゾン（AMZN US）

Eコマースの減速は前年反動で一時的

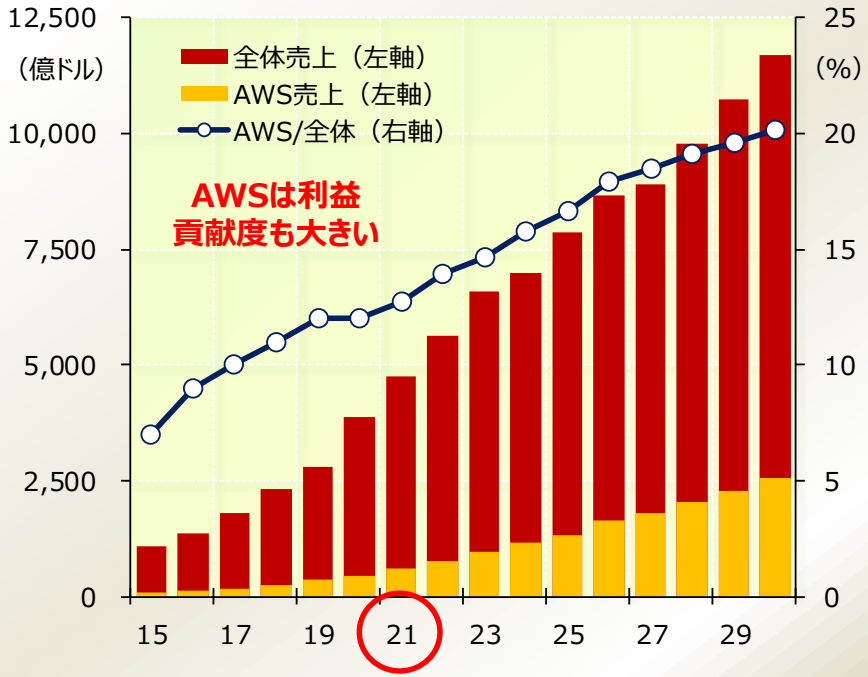
Eコマース、クラウド、AI、デジタル広告、動画配信と領域拡大

米Eコマース比率



※米小売売上に対する無店舗販売の割合
（出所）米国勢調査局より大和証券作成

AWSは中期的に伸びる



※2021年以降は予想（出所）ブルームバーグより大和証券作成

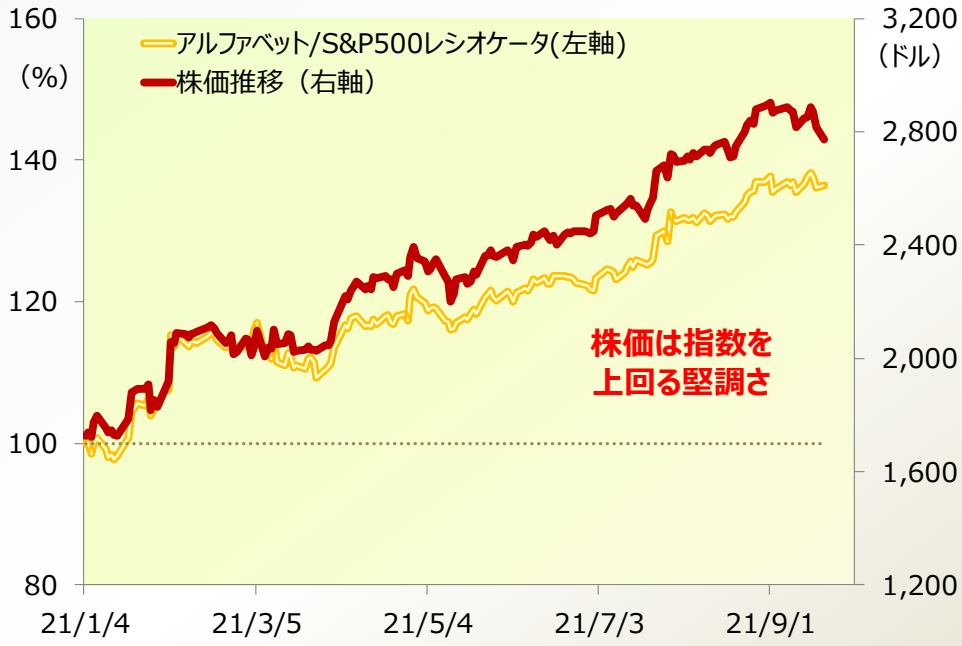
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

アルファベット（GOOGL US）

アマゾン同様クラウド事業の将来性に注目

主力の広告検索事業は盤石、クラウド事業の黒字化迫る

アルファベット：株価とレシオケータ、12ヵ月先予想PER



（出所）ブルームバーグより大和証券作成

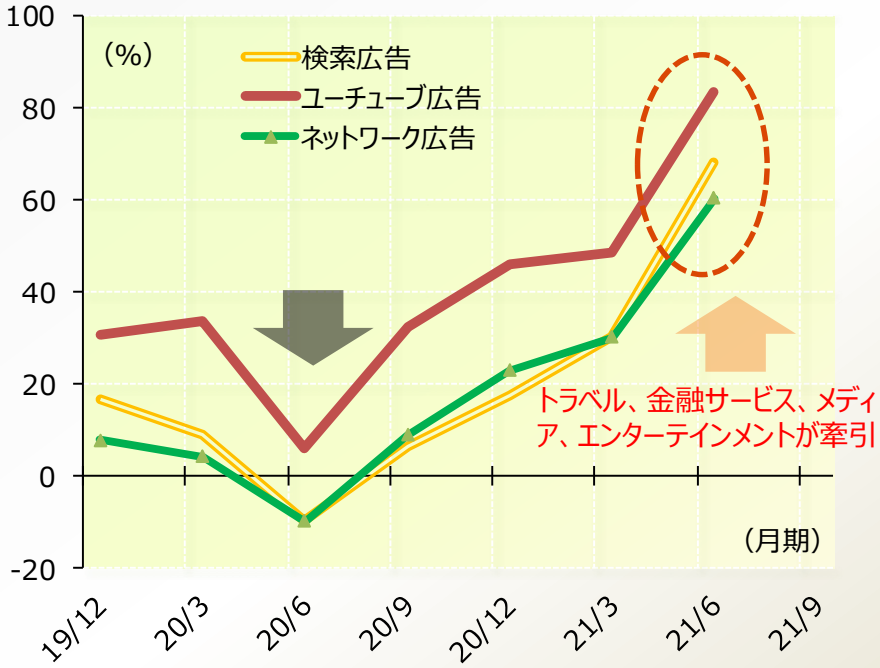
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

アルファベット（GOOGL US）

クラウド事業は近く営業黒字転換へ

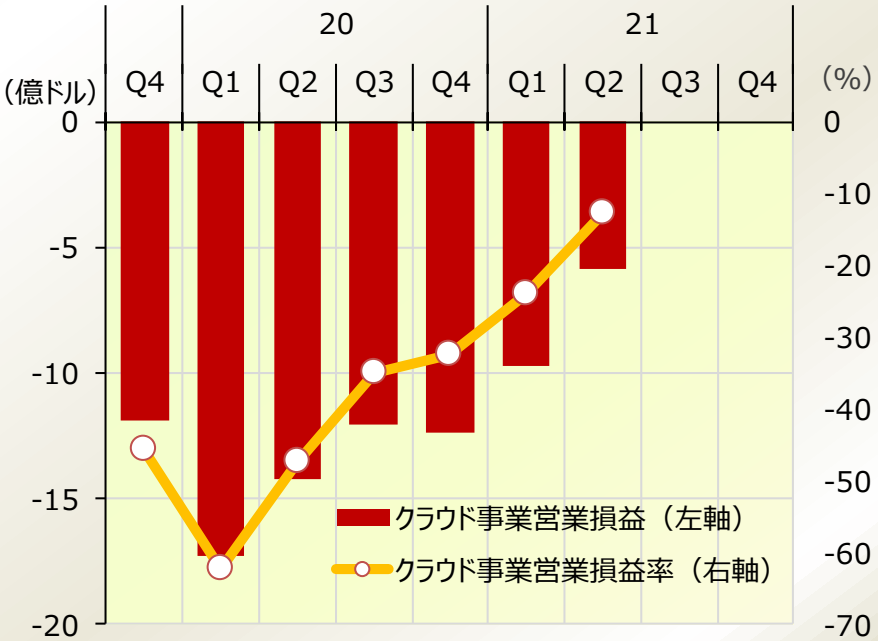
主力の広告事業はコロナ最悪期を脱却し成長軌道に回帰

広告3事業の前年比伸び率



（出所）会社資料より大和証券作成

クラウド事業のプラス転換も間近



（出所）会社資料より大和証券作成

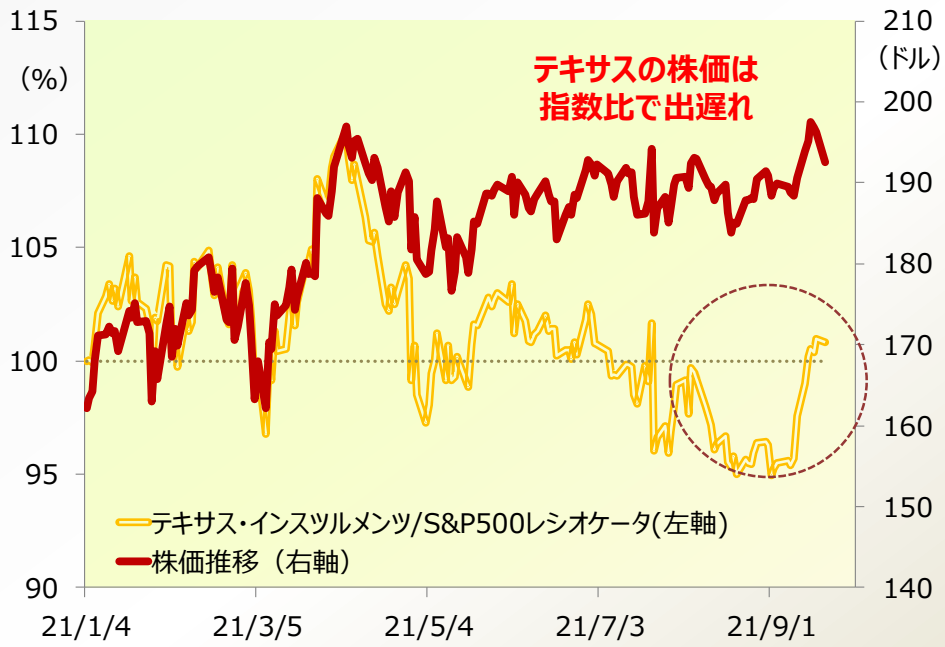
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

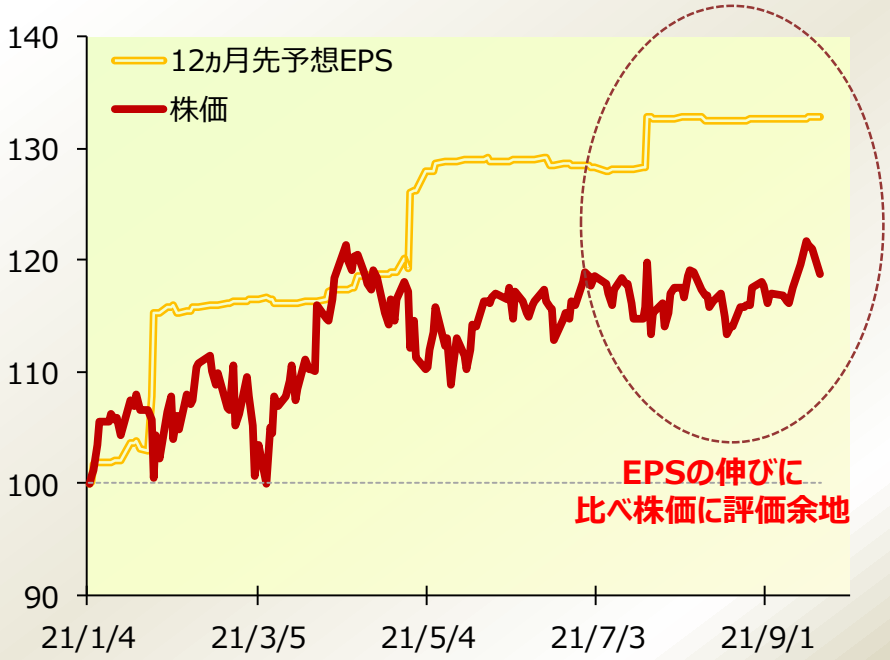
テキサス・インスツルメンツ（TXN US）

エヌビディアを遥かに上回る営業利益率

メモリに比べシクリカル影響を受けにくいアナログ半導体のトップ企業

TXN：株価とレシオケータ、12ヵ月先予想PER





（出所）ブルームバーグより大和証券作成

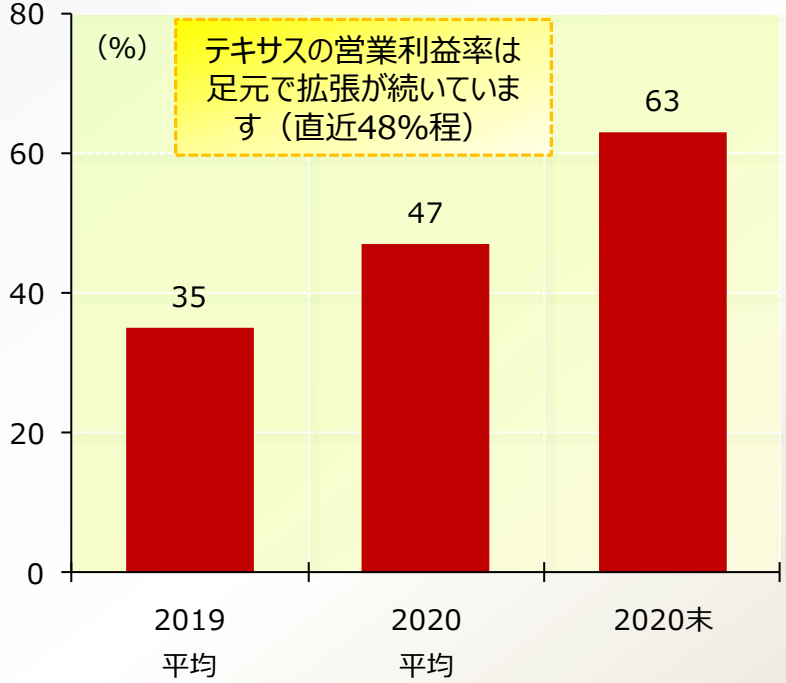
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

テキサス・インスツルメンツ（TXN US）

「TI.com」とは何か？波及効果とは？

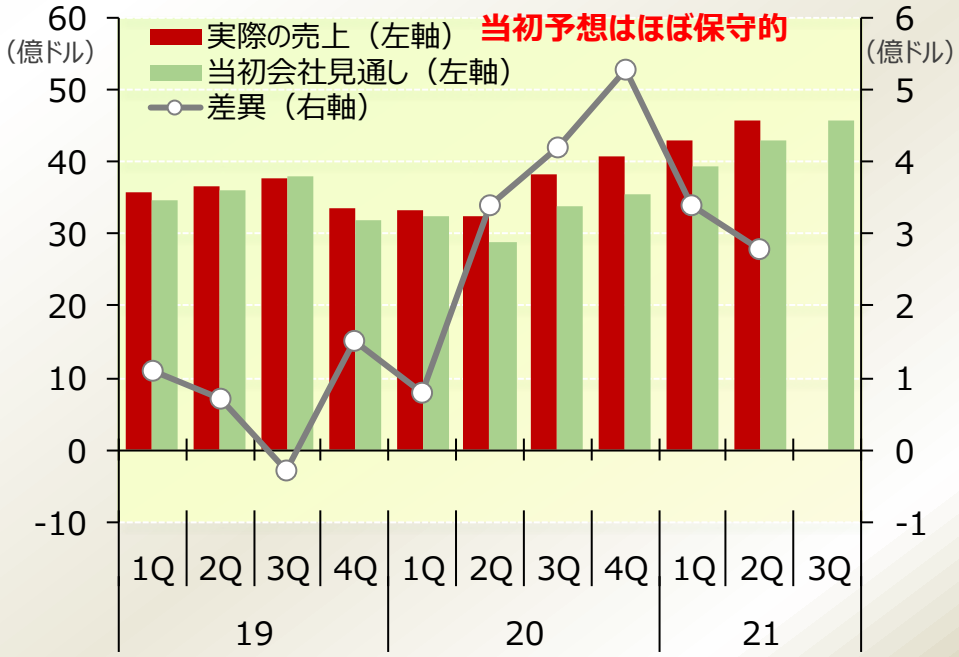
需要予測で世界最高水準の同社をも困らせた世界的供給障害

同社直接販売比率の推移



（出所）会社資料より大和証券作成

売上実績と会社予想の差異



（出所）会社資料より大和証券作成

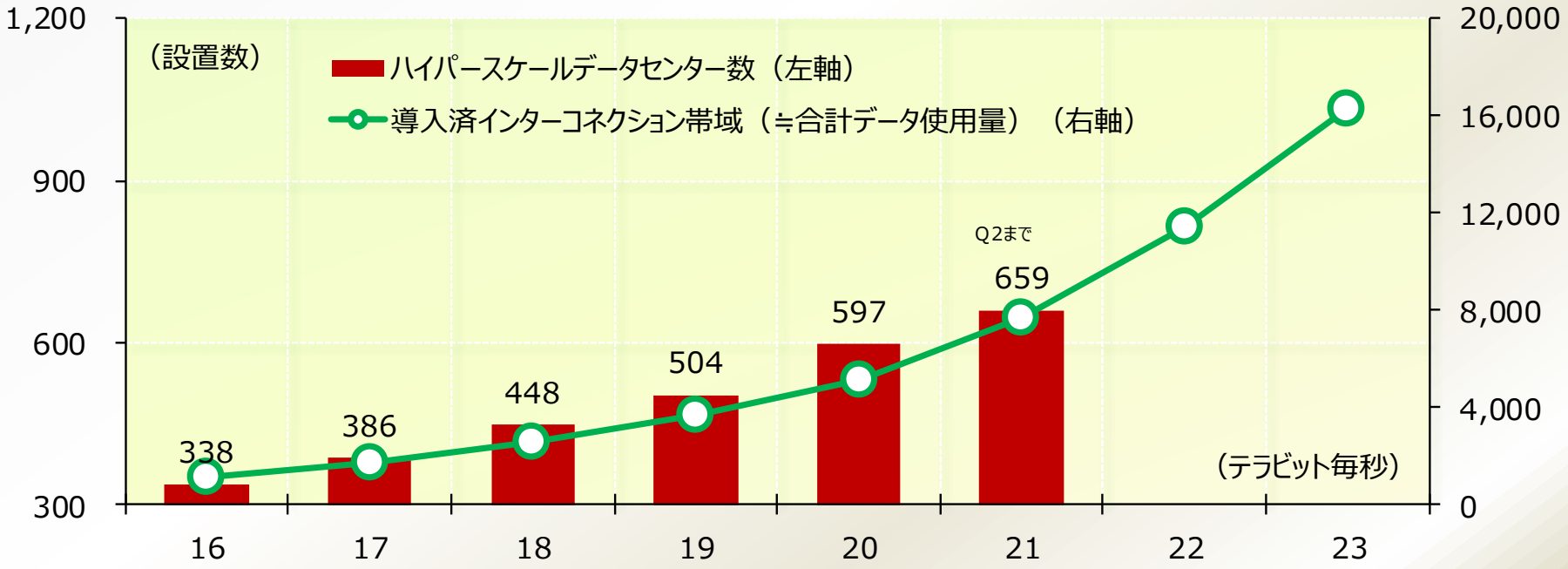
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

中期成長性が見込めるテーマ

データセンター投資は止まらない

クラウド、5G、AIが背景、通信事業者やコンテンツ企業の需要膨大

大規模データセンター数と合計データ量の推移



※データ量の予測はエクイニクス（出所）エクイニクス会社資料、 Synergy Research Groupより大和証券作成

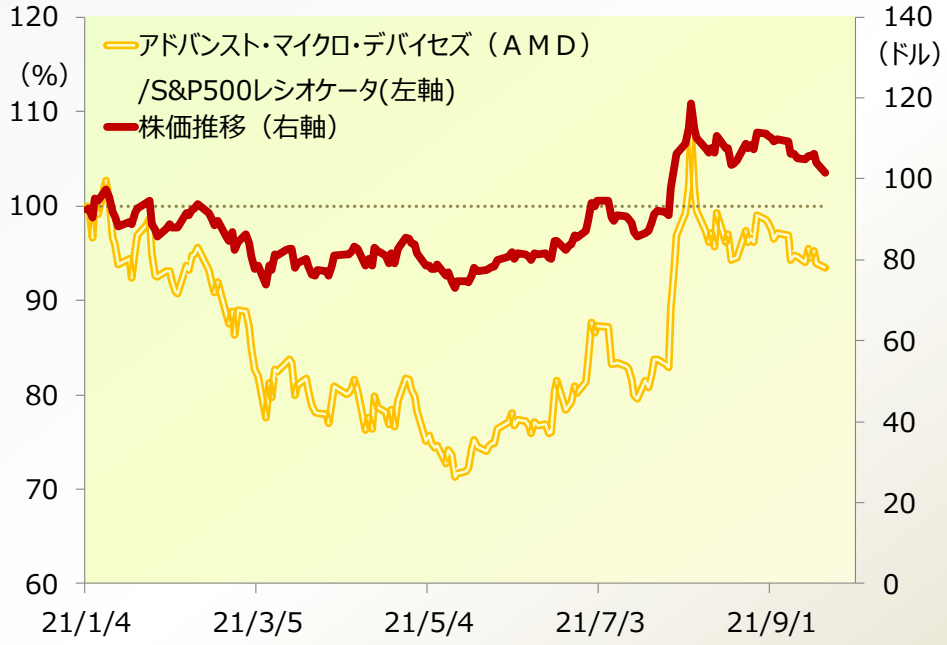
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

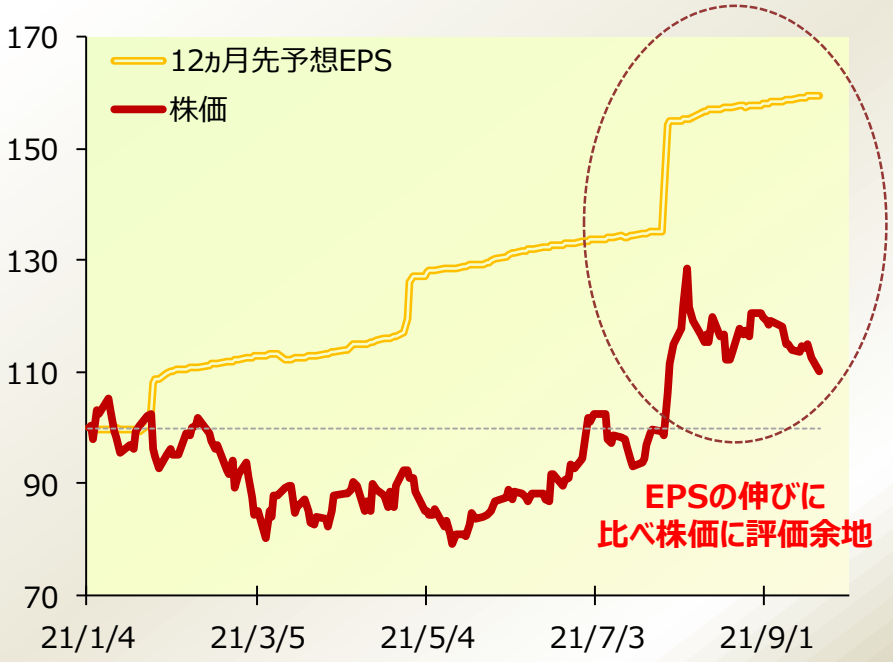
AMD（AMD US）

データセンターの恩恵からの連想①

会社通期見通し引き上げの要因はデータセンター向けの好調さ

AMD：株価とレシオケータ、12ヵ月先予想PER





（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

マーベル（MRVL US）

データセンターの恩恵からの連想②

エッジコンピューティング向けでエヌビディアと協業関係

マーベル：株価とレシオケータ、12ヵ月先予想PER

（出所）ブルームバーグより大和証券作成

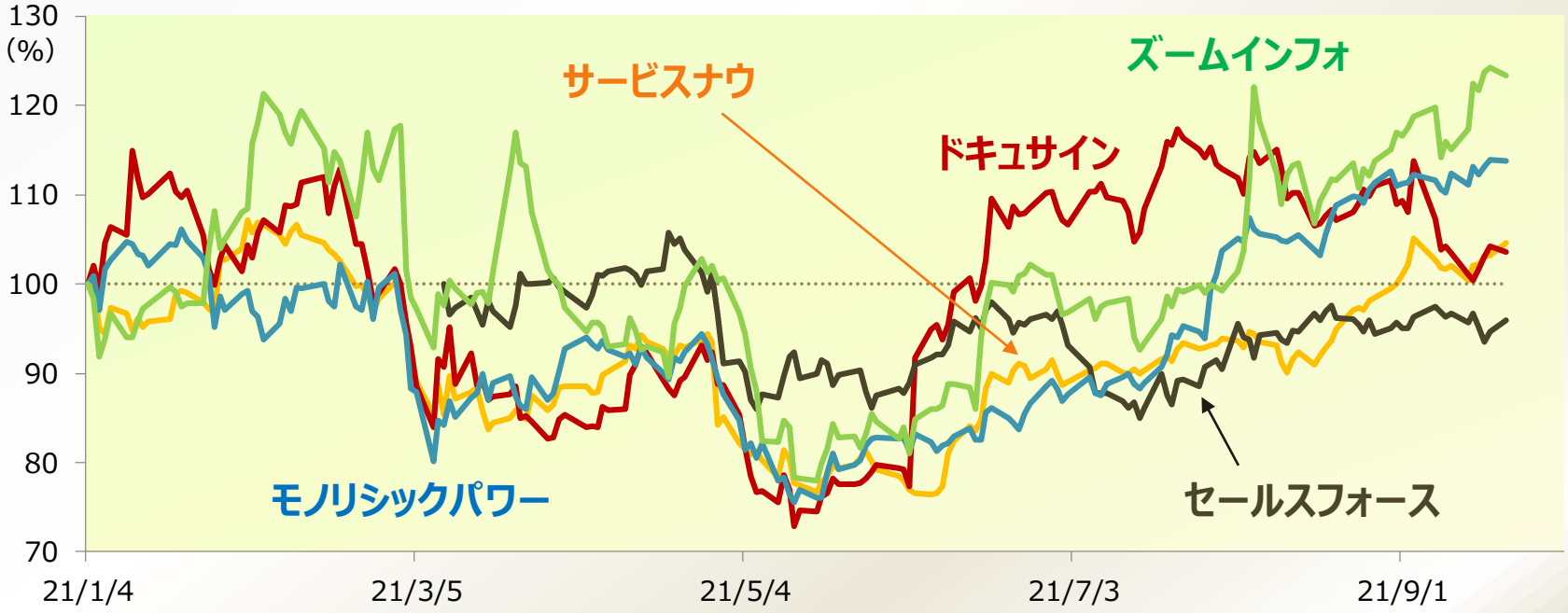
本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

中期成長性が見込めるテーマ

省力化に繋がるテクノロジー企業

コスト増対応＆生産効率上昇という難題2つを同時に叶える投資

主な省力化関連銘柄の対S&P500レシオケータ



※年初＝100として指数化（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

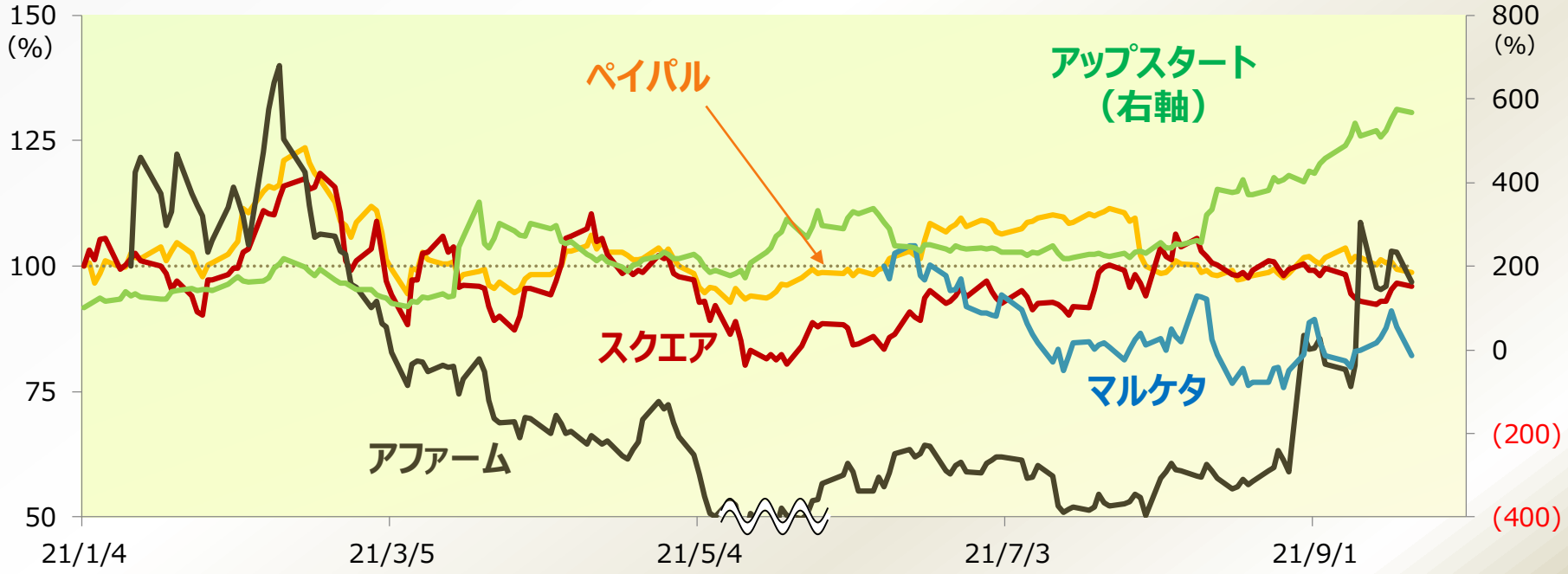
中期成長性が見込めるテーマ

フィンテックの新潮流：後払い決済

AIなどを活用し進化中、Eコマース需要の深堀で重要な役割

主なBNPL※関連銘柄の対S&P500レシオケータ

※後払い決済を意味する頭文字



※年初＝100として指数化（出所）ブルームバーグより大和証券作成

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

本日のまとめ

- FOMCではこれでの発言内容をほぼ踏襲
- テーパリングは景況感を睨み問題なければ年内開始
- 足元でスタグフレーション懸念はやや緩和している
- PER拡張は望めず、投資はEPSを伸ばす企業に
- コスト増の影響が小さい高粗利益率企業を推奨
- 持続成長が可能なハイテク優良株へ

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大1.26500％（但し、最低2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000％の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。

- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。

- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30％以上で、かつ30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。

- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。

- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。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。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。

- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等　：大和証券株式会社　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第108号

※資料内の写真は NewYorker /PIXTA の著作物を使用

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

本資料は、投資の参考となる情報提供のみを目的としたものです。投資に関する最終決定はご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。本資料は、当社が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されていますが、その情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点の当社の判断であり、今後、予告なしに変更されることがあります。