

PASSION
FOR THE
BEST

大和のインターネットライブセミナー

アベノミクス相場は今秋から年末が分岐点 ～夏までは成長戦略・カジノに期待～

2014年5月
木野内栄治

大和証券
Daiwa Securities

この資料は、ミーティング等における投資情報の提供活動に際し補助的資料として作成したもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。
事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。ご利用に際しては、末尾の開示事項の記載もご覧ください。なお、資料中の図表は作成時点の社名が作成者になっていることがありますが、ご了承ください。

アベノミクス相場、金融政策・日銀はどうだ:

イエレン氏は雇用のスラック多いV.S.日銀は供給力のスラック限定的と主張

FOMC(3/18-19)議事録から抜粋(直下はイエレン氏の考え。筆者注)
参加者のうち数名は(Several)、低い労働参加率、高水準の長期失業率や経済的理由によるパートタイム労働者の割合などを引き合いに、失業率が示している以上のスラックが存在していると指摘した。

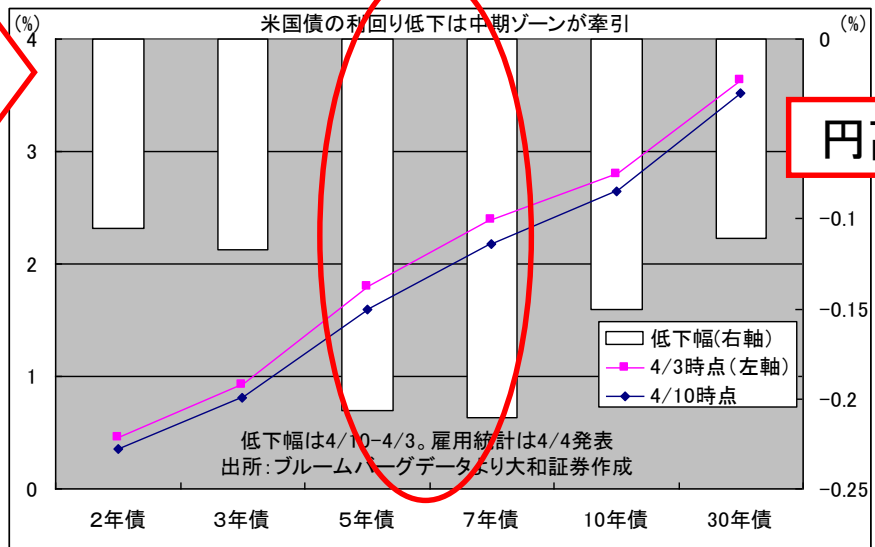
一方で、参加者のうち2~3人は(A couple)、労働参加率の低下は景気循環的(シクリカル)なものではなく人口動態に因るものであり、ここ数年、広範な基準で測定した場合の(複数統計で)の失業が通常の基準で測定した失業と同程度の減少を記録したことから、スラックは限定的であるとの見方を示した。

参加者の数名は(Several)名目賃金の低い成長率を引き合いにして、労働市場にスラックがあると指摘した。(引用終わり。4/9)

3月の雇用統計は賃金伸びず、イエレン氏に軍配。

日本化の懸念台頭で米株安。金利低下でドル安円高。

金利低下



ハト派

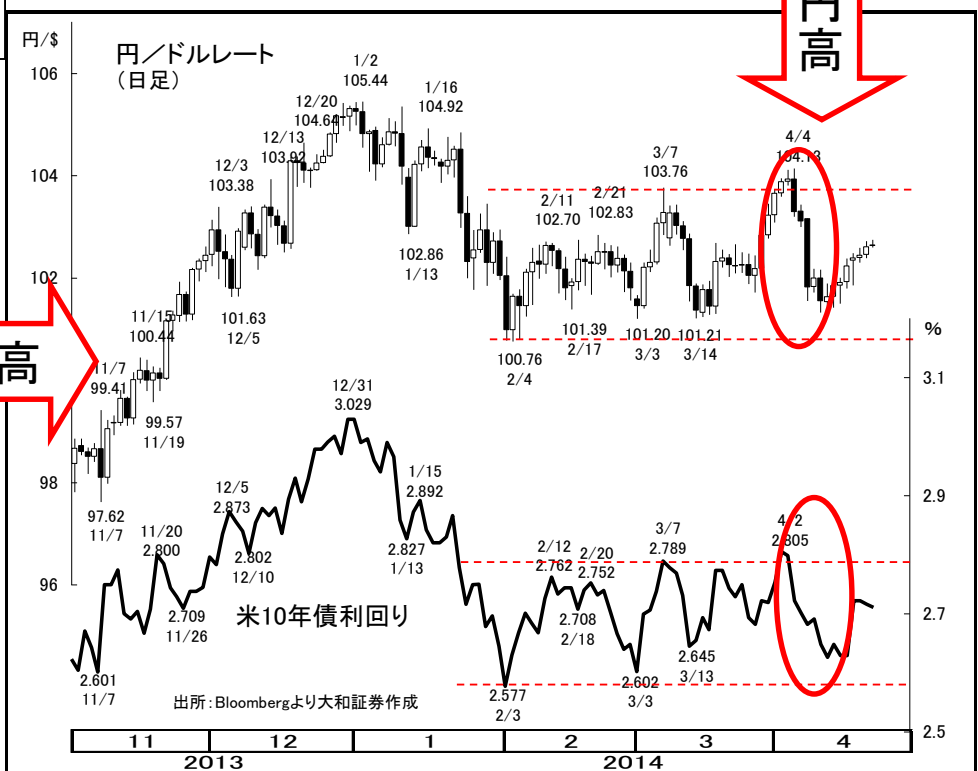
タカ派

スラックとは
経済資源余剰

日本は?
昨年10-12月期の需給ギャップは、内閣府は▲1.6%とスラックが多いと推計。

日銀は需給ギャップ▲0.1%とスラックは限定的と推計しておりインフレが近いと捉えている。
(4/10日本経済新聞より)

上記の4/10の日経記事がFRBとの相違を際立たせた。円高!



円高

円高

議長交代で、日銀は周回遅れの懸念。成長戦略の阻害要因で女性の敵？

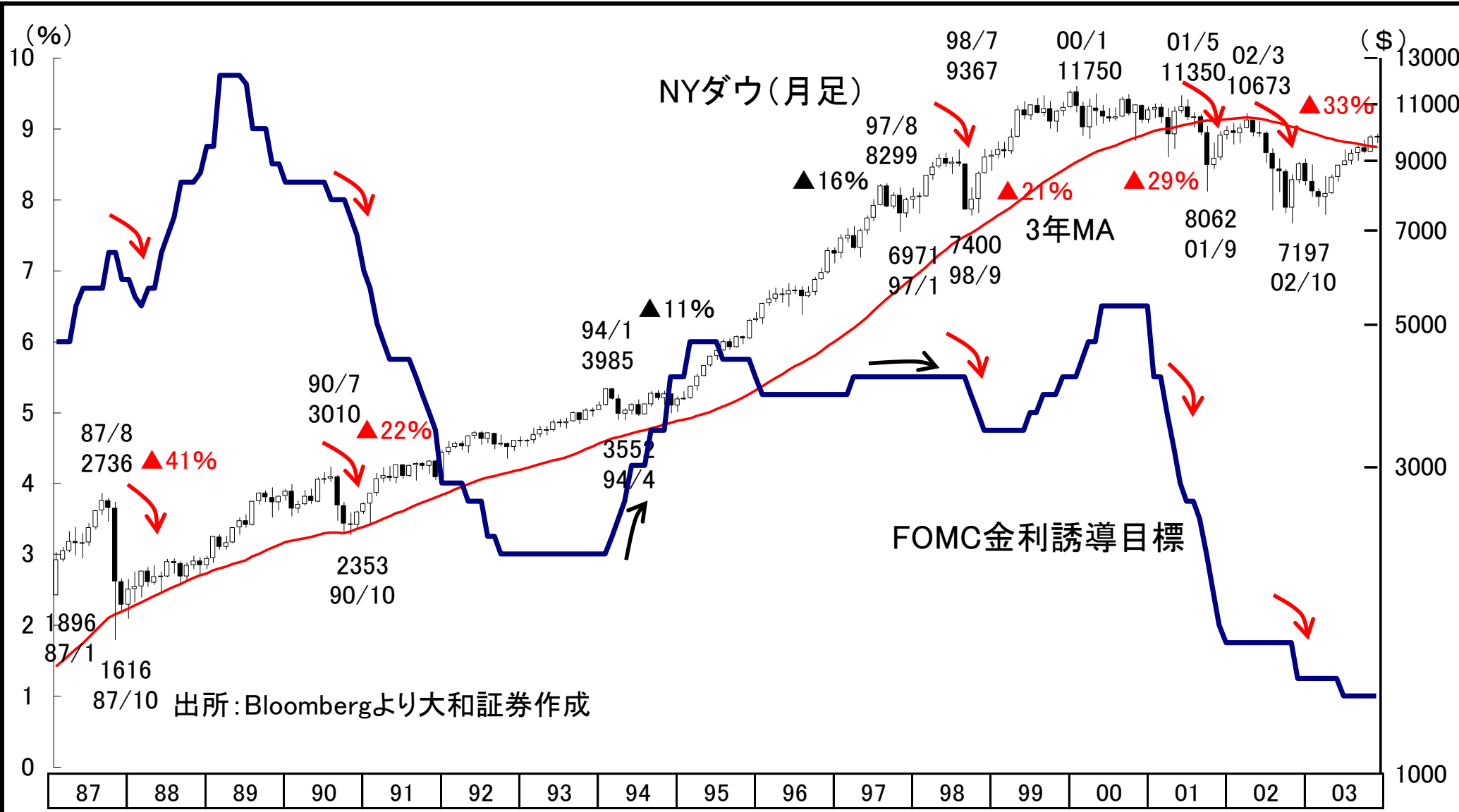
・米国での潜在余剰は労働市場から去ってしまった労働力だ。「賃金が上昇して多少インフレになってもそれによって労働市場に人が戻ってくるまで緩和を続ける」とフォワードガイダンスで約束することで、潜在成長率の引上げにつながる。

・日本での潜在余剰は日本から去ってしまった企業や女性の労働力だ。企業の六重苦（円高、高い法人税、FTAへの乗り遅れ、労働規制、電力不足、環境規制）を可能な限り解消し、成長戦略が花開いて、日本市場に生産能力等が戻ってきて、女性の働き場所が増え、潜在成長率が引上がるまで、緩和姿勢を続けると日銀は発信すべきだ。

物価目標に強気を示すことが経済へ働きかける面もある。しかし、現状はそれだけではマイナスだ。ここは物価目標に自信があるので「株価は上昇してもおかしくない」（2月金融政策決定会合後の黒田総裁コメント）との自信を示すことが必要になる。大規模緩和は必要ないことはその通りだ。

・現在の米国と比べると古い考え方であるが、グリーンスパンFRB議長時代には株価が高値から20%以上下落すると金融緩和を行っていた（次頁）。去年は、日経平均の5月高値（15627円）から6月安値（12445円）の下落率は▲20.3%だった（終値ベース）。今回に当てはめると、12月高値（16291円）からの▲20%下落は13033円だ。13000円を割り込むことが大規模金融緩和のメドになると見られる。

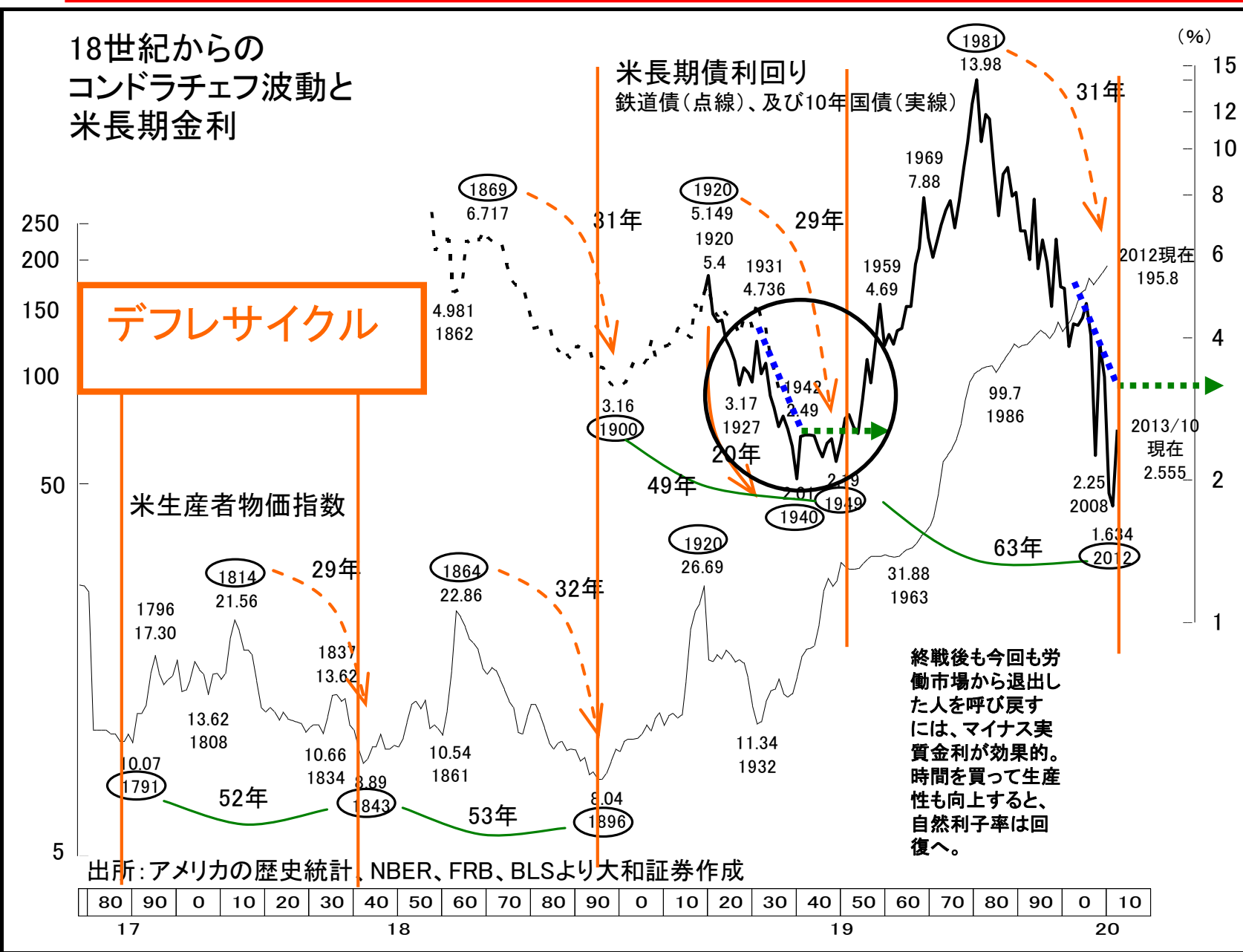
本格緩和へ戻るには株価の20%下落が経験的なメド。13000円割れから



日経平均の2013年5月15627円→6月12445円の急落は▲20.3%(終値ベース)。ギリギリだった。
12月16291円→▲20%で13033円。13000円を割り込むのが大規模金融緩和のメドに。

デフレ脱却の金融政策は(○印)、

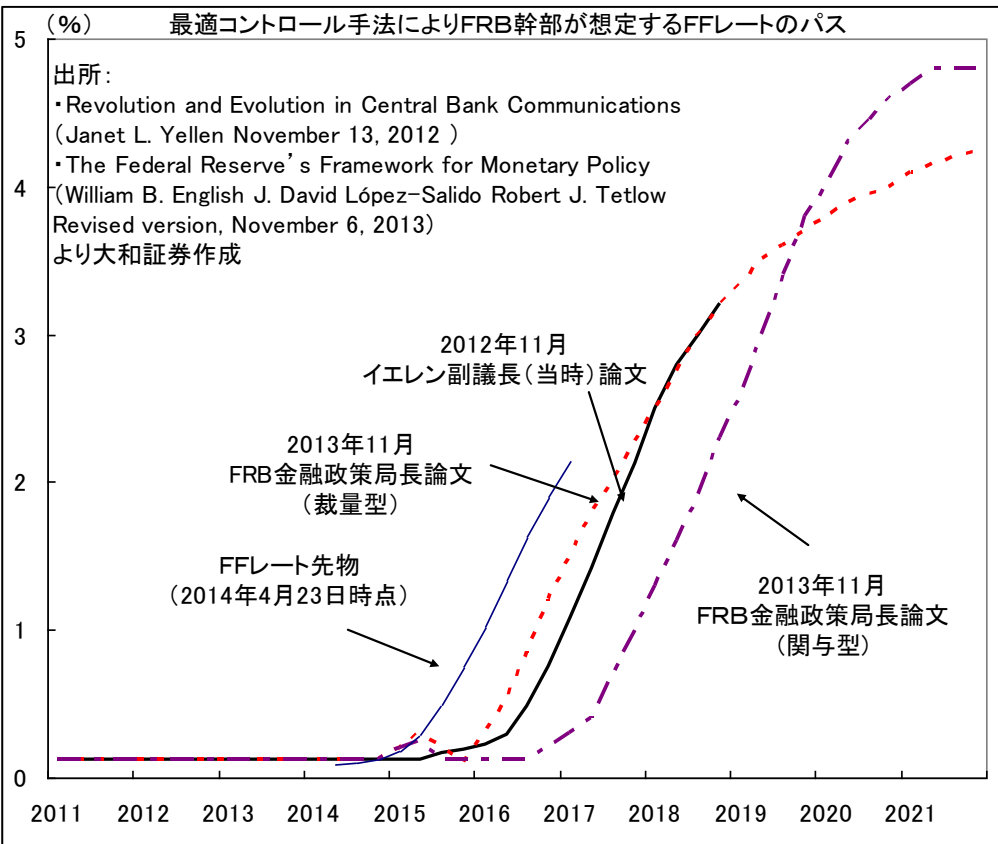
①名目金利低下(QE)→②資産価格支援→③金利の釘付け政策の三段階



- ①1930年代は大恐慌対応の金利低下
- ②1938年スペンディング教書、銀行規制緩和等、戦争
- ③1940年代は金利の釘付け政策を10年継続。
- ①バーナンキ時代は、QEで大恐慌に陥らないことが目的
- ②イエレン議長は株高発言
- ③フォワードガイダンス強化で金利を長期間釘付け。

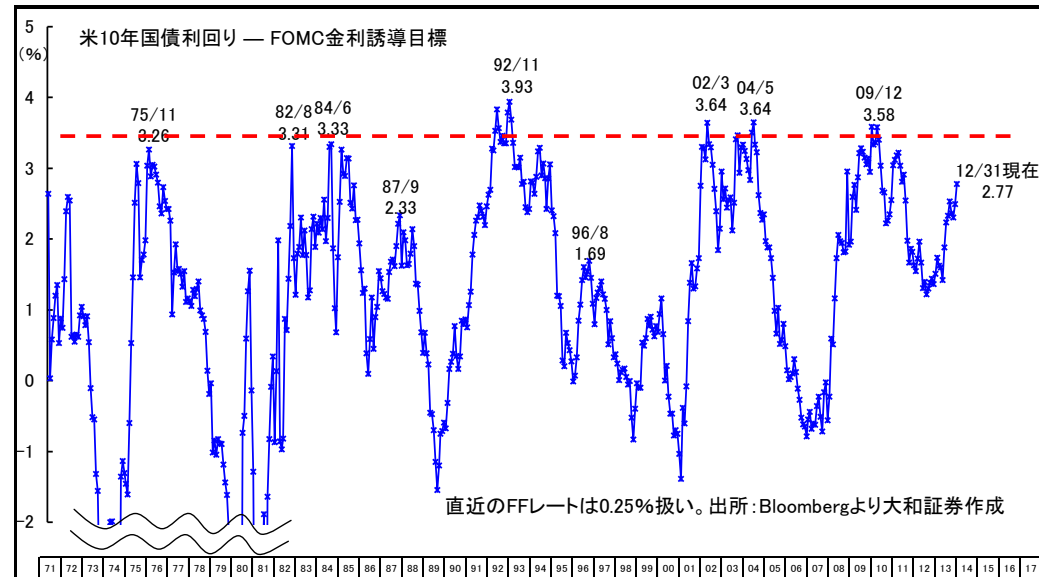
マイナス実質金利
≡より高いインフレ
≡雇用改善⇒時間
を買って生産性の
向上を待つ時代に

イエレン氏は雇用回復のためならマイナス実質金利も厭わない



自然利子率がマイナスなら、マイナス実質金利でないと雇用を刺激しない(下記事)。G20での成長数値目標合意なども根底に同議論の共有があるだろう。

マイナス実質金利を達成するには金利の釘付け政策とインフレ容認姿勢が必要。フォワードガイダンス強化で、米10年債利回りは3.5%を上限に釘付け可能に(右)。



ウォールストリートジャーナル「資産バブル、成長拡大への唯一の手段なのか」(2013年11月19日WSJ、HPより抜粋、傍線は筆者)

サマーズ氏は、米国経済を含む複数の経済が「長期的停滞」に陥っている可能性があることを指摘した。言い換えれば、これらの国は日本化したというのだ。世界的な貯蓄過剰と技術変革を背景に短期の「自然」利子率、すなわち完全雇用と一致する金利水準はこれまでずっとマイナス2~3%で推移してきた。だが、名目金利にはゼロ下限制約があるため、実際の金融状況は過剰緩和でなく過剰引き締めの状態にあったのだ。

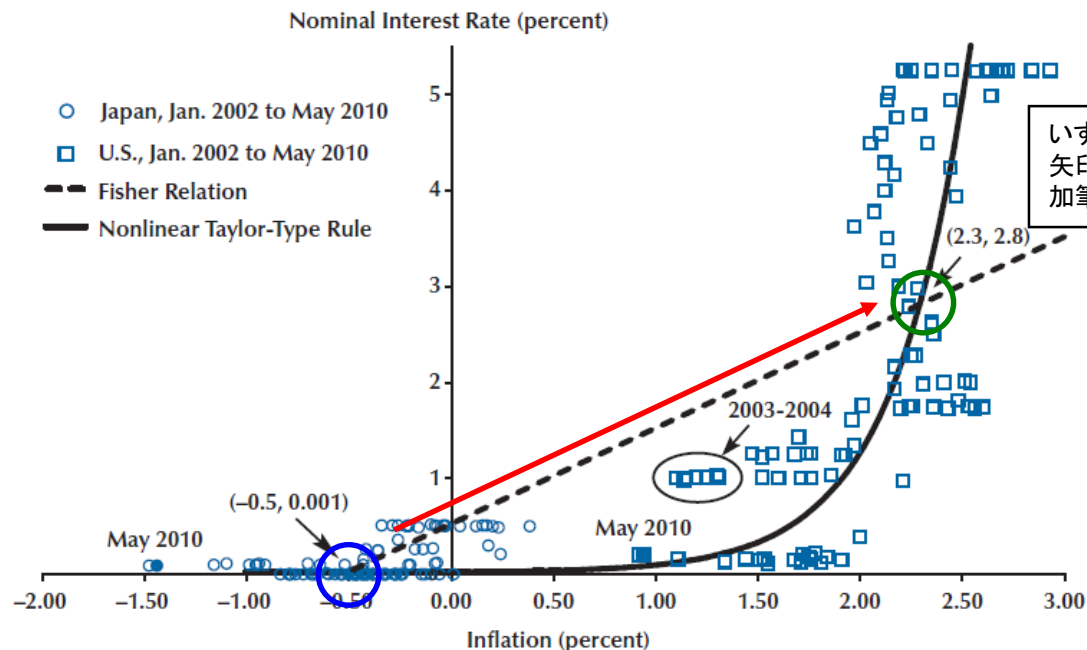
(クルーグマンコラム@NYタイムズ) — 握りの支配層とお金、高めのインフレは悪か(NYタイムズ・4月7日付、邦訳朝日新聞11日付)

「経済オタク」は、国際通貨基金(IMF)の「世界経済見通し」の改訂版を毎度、心待ちにしている。予測は気にしないでいい。われわれが待っているのは、分析を行っている章だ。いつも興味深い内容で、刺激的ですらある。

今回の最新版も、例外ではない。特に第3章。実質金利(インフレ調整後の金利)の動向分析として発表されているものの、実際にはインフレ目標を、現在先進国で標準となっている2%よりも引き上げることについて説得力のある論拠を示している。(以下省略)

デフレ均衡からインフレ均衡へ促すのが資産価格支援。米国で議論深まる

Interest Rates and Inflation in Japan and the U.S.



出所:「Seven Faces of 'The Peril」(ブラードセントルイス連銀総裁)

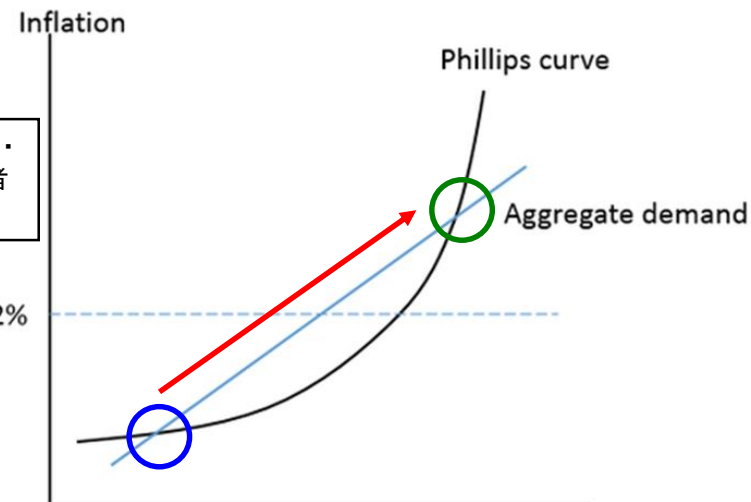
NOTE: Short-term nominal interest rates and core inflation rates in Japan and the United States, 2002-10.

SOURCE: Data from the Organisation for Economic Co-operation and Development.

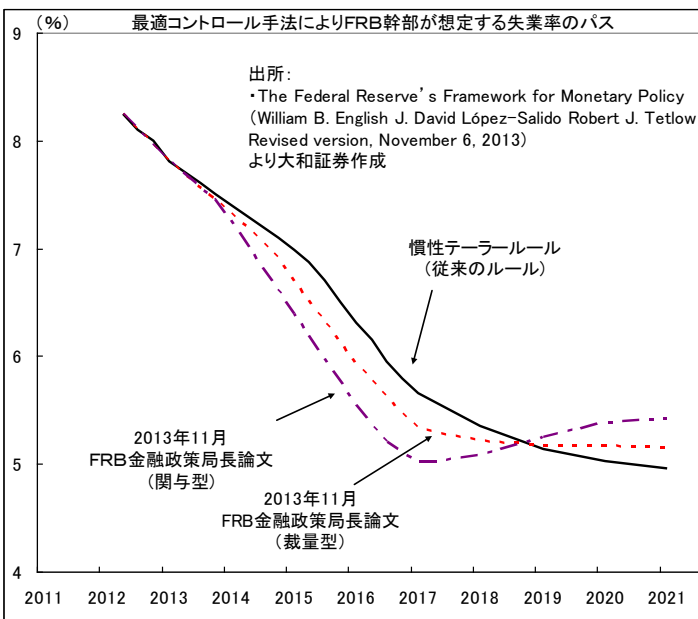
生産(雇用)、金利、インフレには**二つの均衡点**あり。左下の均衡点から右上の均衡点に移行するには、しつこい金融緩和が必要。右上図なら雇用が増えてインフレが高進しインフレ目標を上回っても、景気を押すとどめない英国型が必要となる。上図なら低金利を継続しインフレが高進しても、テーラールールに則って金利を引き上げたいところを我慢する必要がある。FRB幹部はまさに同様に考え(右下図)。いずれも、**デフレ均衡からインフレ均衡へジャンプを促す場面で、資産価格の上昇を支援すること**になる。

「デフレ均衡から抜け出すためには**経済に十分な初速**を与えなければなりません。その際、極めて重要なことは、持てる力を総動員することです。」(『失われた20年』が示す将来への指針』中曽副総裁2014/4/23)。

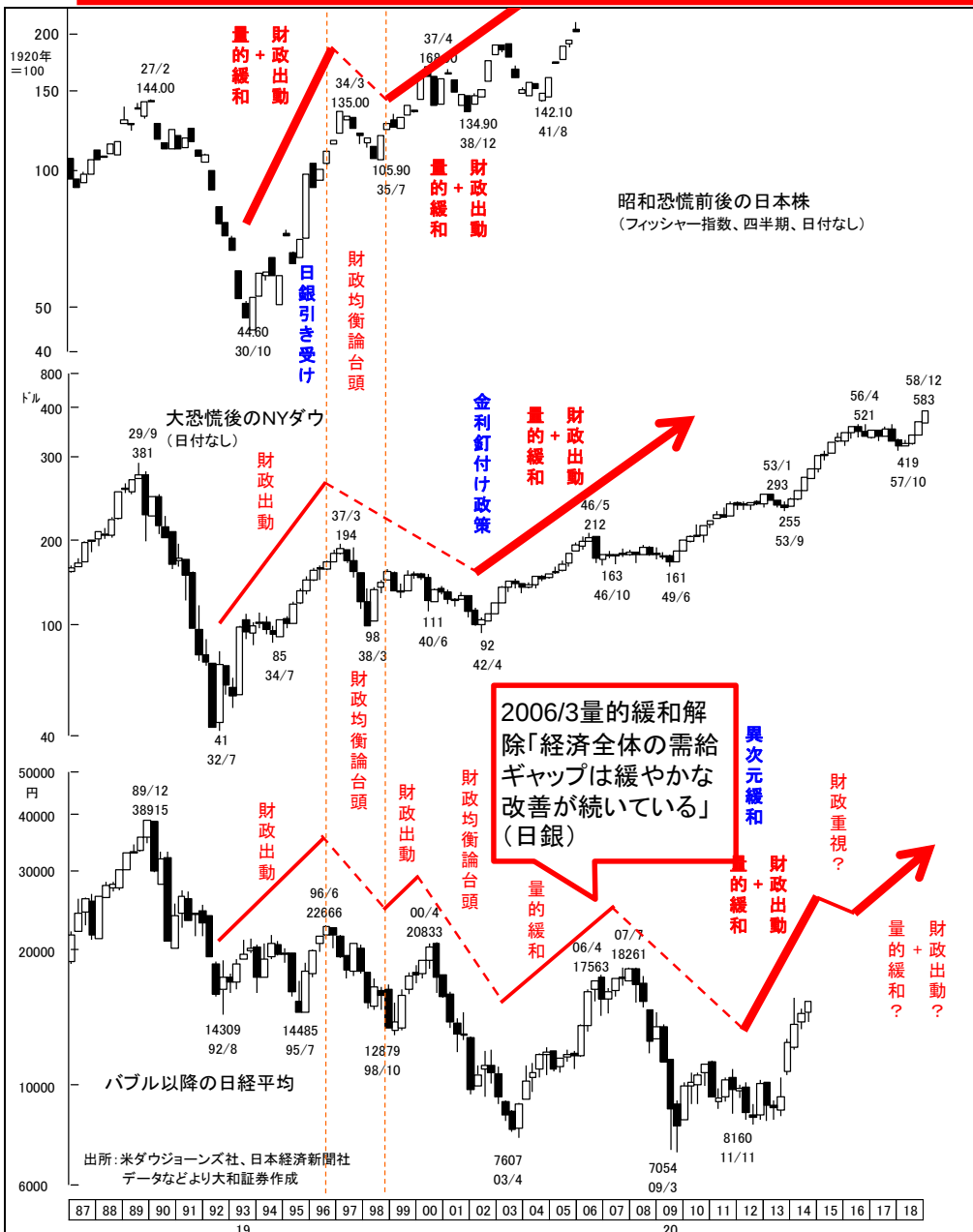
A Timidity Trap?



出所:「Timid Analysis (Wonkish)」Poul Krugman Output



デフレ脱却はN字波動。日米認識に相違。米国は資産価格上昇支援に

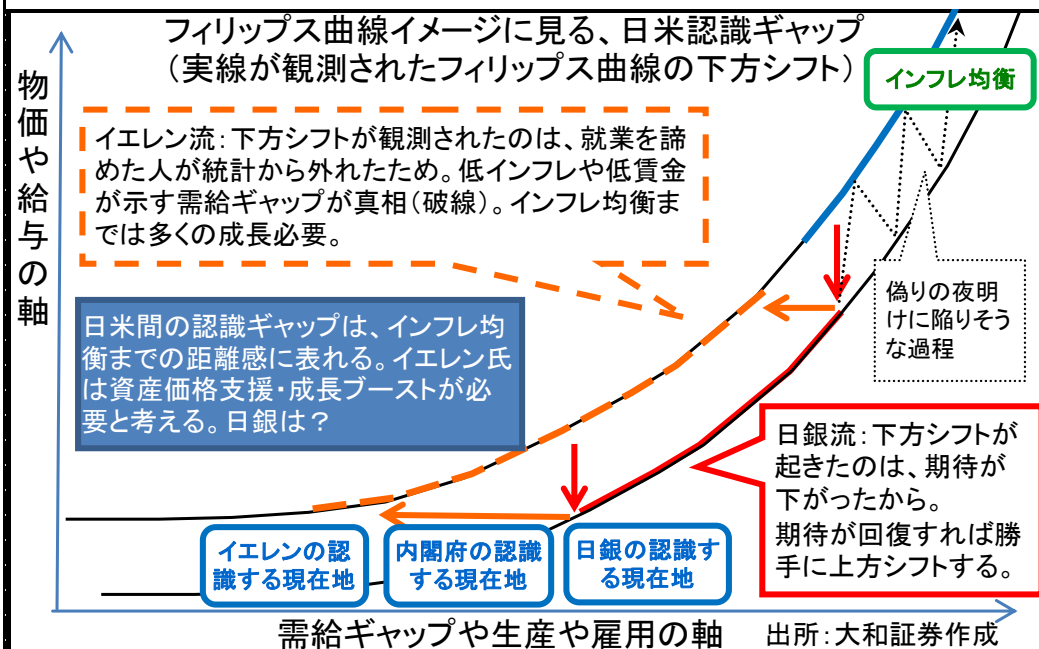


前回のデフレ時期は1930年代から1940年代で(別頁)、当時も労働市場から去ってしまった兵員を労働市場に取り戻し、1947年GATT署名など自由貿易を推進する場面で、現代の女性活用やTPPに通じる。

重要なことは、自由貿易推進や潜在供給力が回復するということは、一義的にはデフレ圧力となること。実際、第二次大戦後は復員と共に、例えば米国では1946~7年は二桁のインフレであっても1949年頃は再び世界的にデフレ圧力が高まった。

その間、米国では1951年まで諦めずにしつこく金利の釘付け政策(2.5%でFRBが長期債を買い取り、政策金利を低く押さえるコミット)を行ったのは、それ以前の1936~1937年の退役軍人へのボーナス支給によるインフレと引き締めが早すぎたとの反省があったからだろう(左図)。

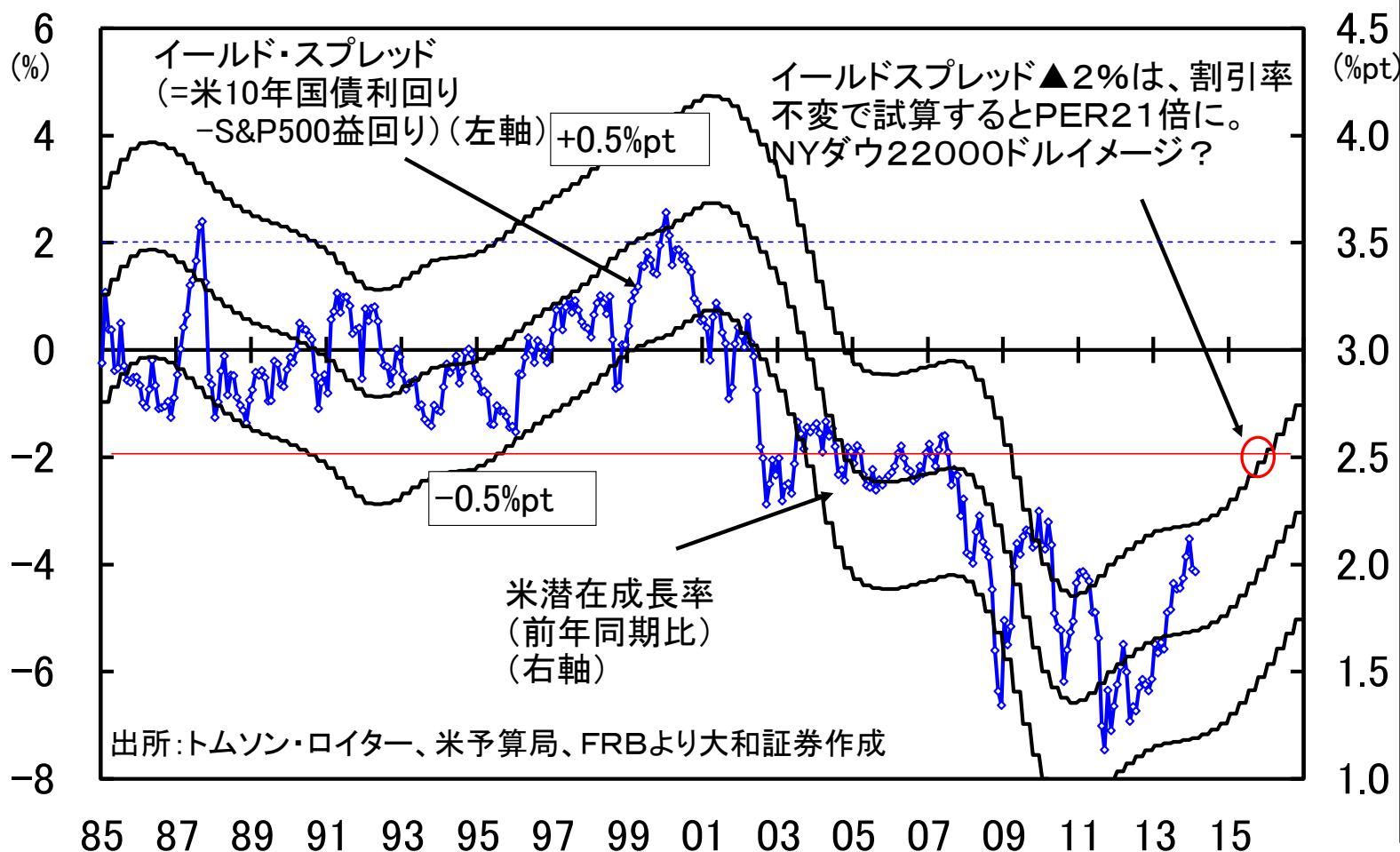
デフレ脱却は歴史的にN字波動だ。日本も2006年の量的緩和解除で需給ギャップ改善を理由にあげたが、その反省を活かさなければならない。



日銀は期待が回復すれば勝手にフィリップス曲線が上方シフトすると見るが、潜在供給力の回復によるデフレ圧力によって、インフレ均衡は逃げて行こう。FRBはQE1~3でもインフレにならないことや、リーマン前でもインフレにならなかったことから、成長ブーストや資産価格上昇支援が不可欠と見ている。

イエレン議長はNYダウが約2万ドルまでバブルでないと見ている可能性

イエレン議長「株価収益率(PER)の様な伝統的な価値評価指標でみると、まだバブルの状況ではない。株の予想リターンと国債などの安全資産との差でみても、バブルの域には達していない。」(昨年11月14日上院)



「われわれの金融政策が資産価格を押し上げる効果があったと言って妥当だろう。幅広い種類の資産価格が、バブルのような様相を呈しているのかどうか、慎重に検討してきた。総じて、株価にはその兆候はみられない。」(2月11日下院、27日上院でもほぼ同様)

黒田総裁は18000円まで上昇してもおかしくないと仰った？

黒田日銀総裁「日本企業の収益は大幅に改善していますし、今後も改善の動向が続くと思います。そういった意味から言うと、株価が上がってもおかしくはない」(2月18日金融政策決定会合後)

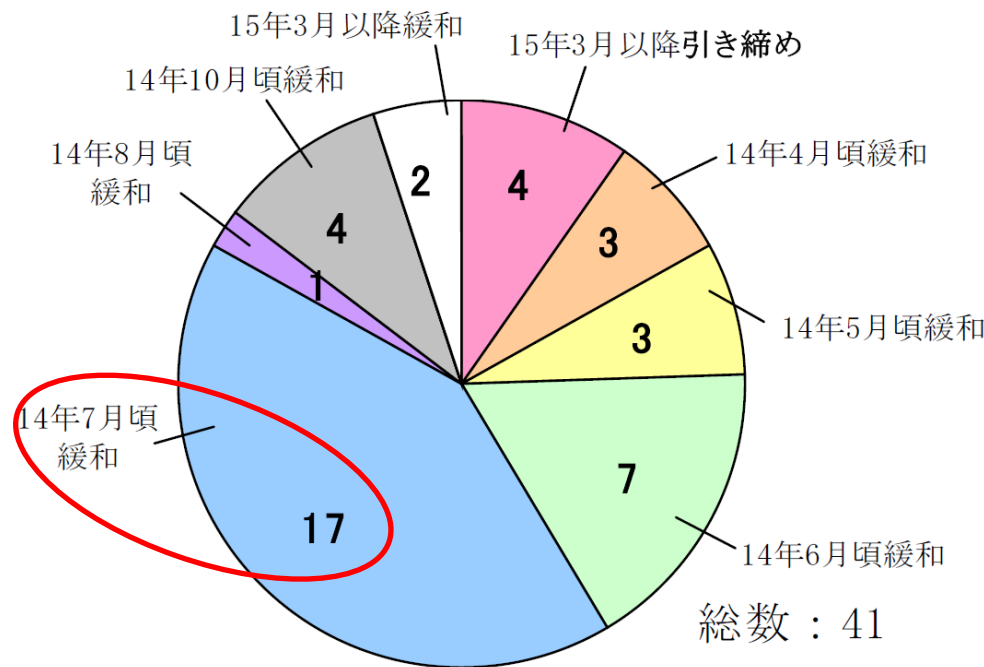
日銀追加緩和は7月本命、エコノミスト予想一手段はETF倍増が有力(4月7日ブルームバーグ、アンケート記事より抜粋)

具体的な追加緩和の手段についてエコノミストは、指数連動型上場投資信託(ETF)の買い入れペースを最低でも倍増するとの見方が36人中25人に達した。また、長期国債の買い入れについては、日銀保有額の年間増加ペースを現在の50兆円から60兆円に増やすとの回答が12人と最多。90兆円以上に増やすとの回答者はいなかった。

金融政策決定会合翌日の株安

1月23日▲125円、2月19日▲76円、3月12日▲393円、4月9日▲307円。4月30日？

2014/3期は36.8%の大幅増益、2015/3期も11.6%の増益が続く見通し(大和予想)。
16291円(昨年高値) × 111.6% = 18180円。



次回の金融政策は7月までに緩和見通し
出所:それぞれESPフォーキャスト4月調査

金融緩和は三段階。アベノミクス三本の矢の役割

①大規模な**債券購入**：
名目金利を押し下げて、
期待インフレを引き上げる
(QE=ゼロ実質金利政策)

②**株式を支援する発言、成長融資**、
不動産投資信託(リート)購入、
上場投資信託(ETF)購入など

公共投資は短期の変動要因。
ただ、更新投資は潜在成長率
を高め脱デフレに効果(別頁)

実質金利

名目金利
－中期期待インフレ

自然利子率

短期変動要因
＋長期潜在成長率

③いずれ**金利
の釘付け政策**
＝マイナス実
質金利へ

成長戦略は本
質的だが、即
効性は無い

経済政策の天秤

短期

長期

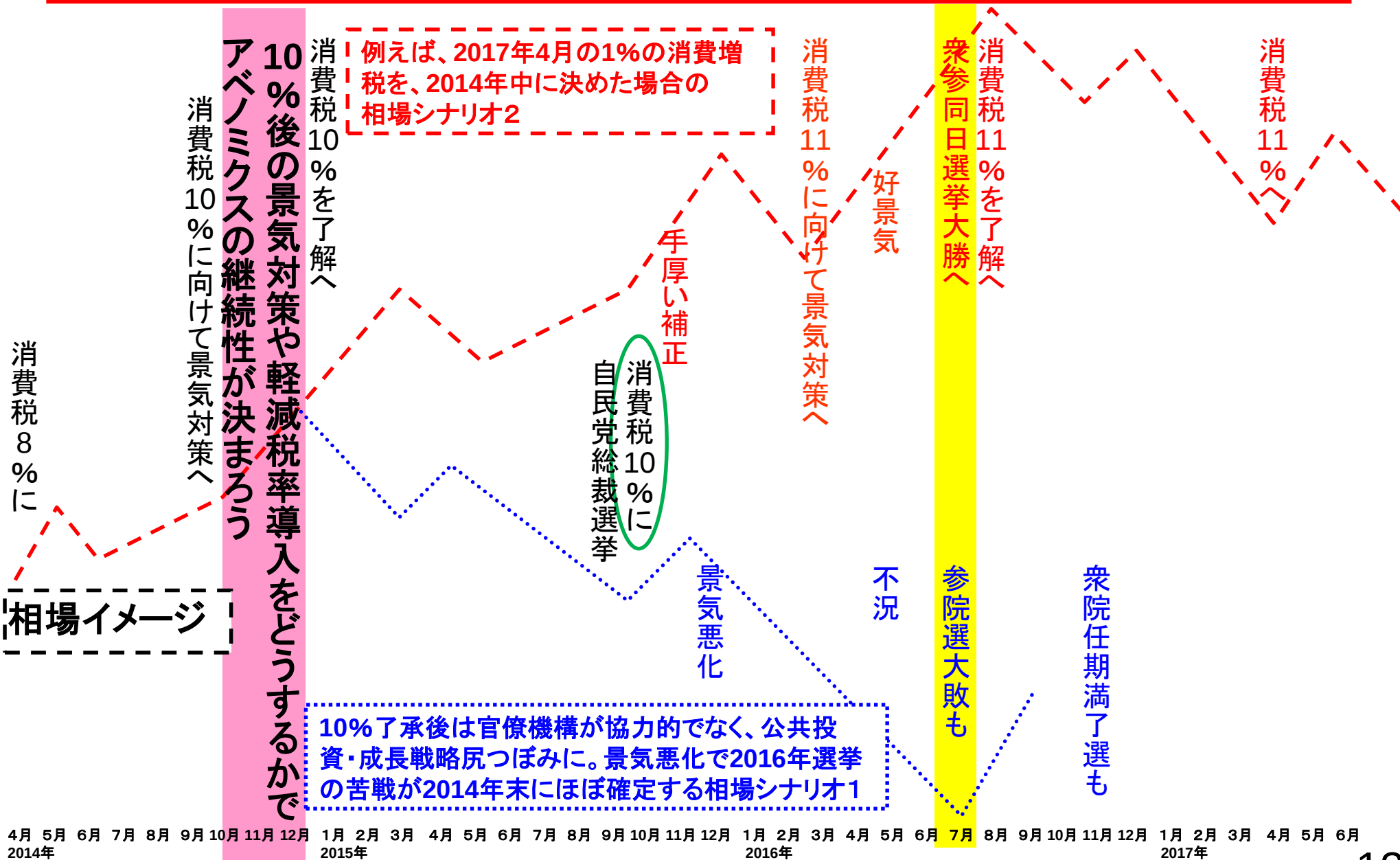
黒田日銀総裁「金融緩和効果を生じさせるためには、自然利子率を所与として**実質金利を引き下げる方法**と、実質金利を所与として**自然利子率を引き上げるという方法**の2つが考えられます。(中略)そもそも**自然利子率**とは、企業が実物投資を行うことで得られる予想リターンに相当します」(ジャクソンホールにおける講演録2013年8月24日から引用、傍線は筆者)

黒田日銀総裁「中長期的な潜在成長率を上げ、自然利子率を上げていくためには、基本的には、よく言われている成長戦略のようなものが絶対的に必要であって、金融政策でそこを引き上げる余地は極めて限られていると思います。ただ、デフレが長く続き、全体として、やや**抑圧されてきた自然利子率を少し回復させる効果は、あり得る**とは思っています」。(金融政策決定会合後の記者会見2013年9月5日から引用、傍線は筆者)

**アベノミクス相場は今秋から年末が分岐点
～夏までは成長戦略・カジノに期待～**

アベノミクス相場、成長戦略と公共投資はどうか：

今秋が分岐点。消費税10%後の景気対策等を確保しないと選挙大敗も



現状のポイントとシナリオ1。政策変更後の王手飛車取りシナリオ2

現状

- ・外国人等はアベノミクスを信用。プロは安倍政権・政策の持続力・継続性を見ている。
- ・成長戦略と公共投資推進に関しては官僚機構の協力姿勢を見ている。
- ・官僚機構を動かし成長戦略と公共投資を推進する根拠法は消費税法附則18条。
- ・**消費税率引き上げ最終判断後には官僚機構が積極的に動かない。今秋に注目。**
- ・本格的な金融緩和は景気悪化(日経13000円割れ? 別頁)後しか期待できず。

シナリオ2(王手飛車取り政策シナリオ)

- ・軽減税率導入の財源として2017年4月に1%の消費税率引き上げを年内決定。
- ・2016年衆の選挙時期に向けた景気対策と軽減税率で連立与党勝利の公算大。
- ・2018年9月の総裁任期まで安倍政権継続との観測台頭で官僚機構は今から協力的に。
- ・アベノミクス相場は2016年衆までは堅調が期待される。

シナリオ1(政策変更がない場合のシナリオ)

- ・**消費税率10%了承後は景気対策がなく2015年10月以降不景気へ(別頁)。**
- ・2016年選挙で安倍政権退陣の懸念台頭。軽減税率導入できず公明党も苦戦か。
- ・**今年末を境に政権の先行きが見え、官僚機構は冷ややかに。**
- ・アベノミクス相場は年末から停滞、一旦は13000円割れコースへ。

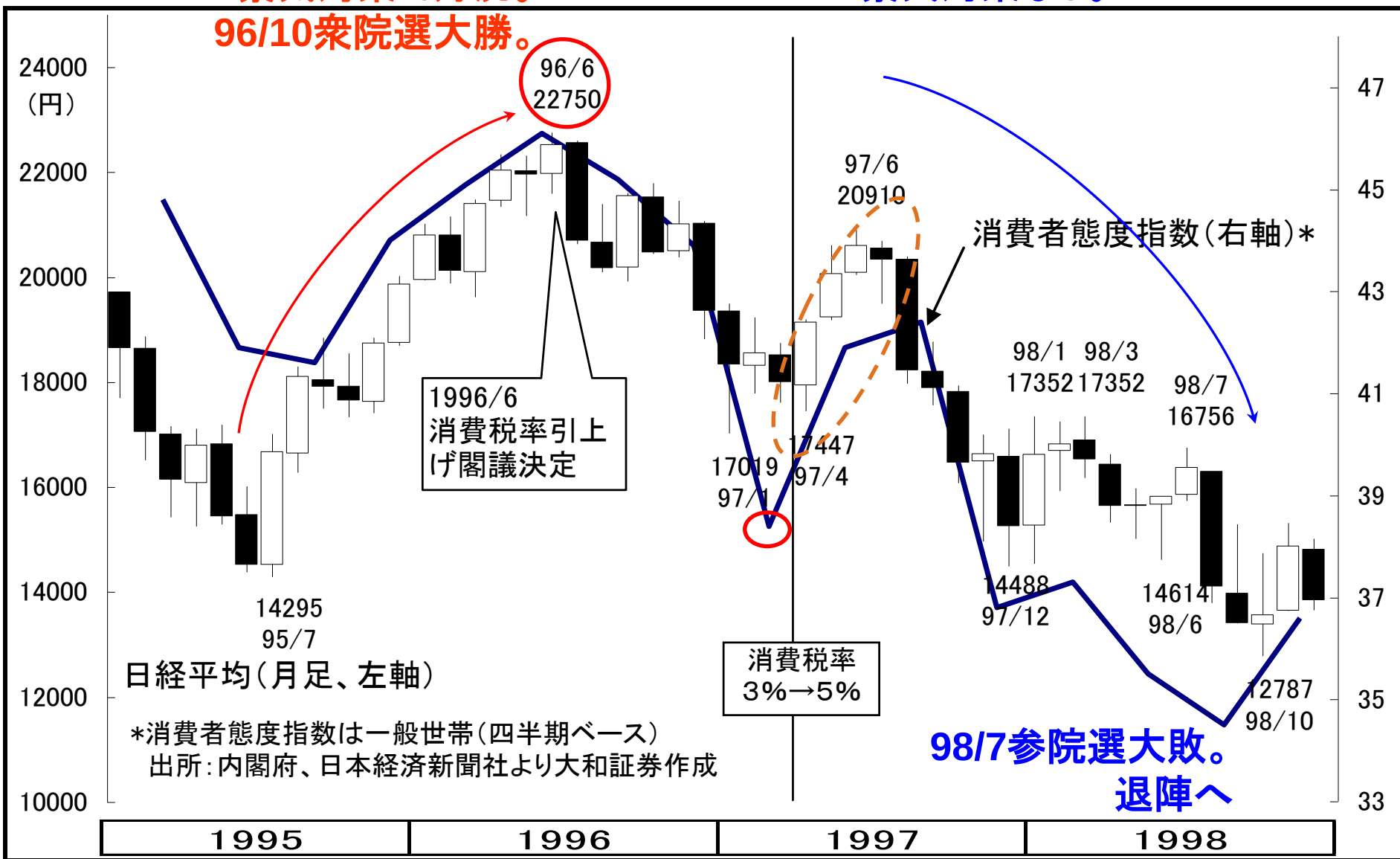
景気対策は最終の消費税率引き上げ了承で終了。選挙・政権に影響

消費増税最終判断までは
景気対策で好況。

消費増税最終判断以降は
景気対策なし。

96/10衆院選大勝。

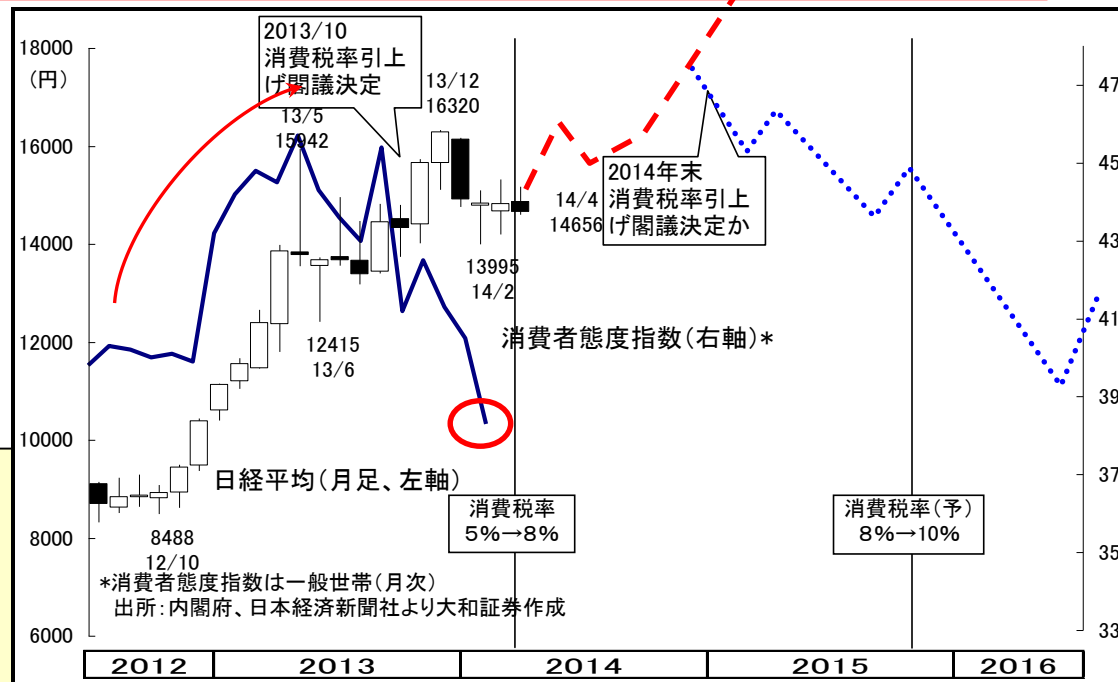
消費増税後の企業ガイダンスに不安も、
4月以降はアク抜けの可能性



消費者態度指数は消費増税了承前後で一服、97年と同水準に低下

消費者態度指数は消費税率引上げ了承でピークアウト
・もちろん、株価下落による逆資産効果もあり、因果関係がはっきりしない。
2013/9は五輪招致成功でユーフォリアが発生した面もある。
・ただし、大切なことは投資家は前回の経験からその様に感じていること。
・消費税率10%後の景気対策が確保されない中で10%だけ了承したら、
投資家は強烈に警戒する。結果的に消費者態度指数も落ちよう。

王手飛車取り政策シナリオとは、
・軽減税率導入の財源として2017年4月に1%の消費税率引上げを年内決定。
・2016年央の選挙時期に向けた成長戦略と国土強靱化対策が今から確保できる。
・軽減税率導入は庶民対策で公明党も選挙を有利に。新聞社も熱烈支持。
・法整備が手軽。増税なら官僚も満足で、長期政権と思えば足もとから協力的に。



消費税法 附則

(平成二四年八月二二日法律第六八号)

(消費税率の引上げに当たっての措置)

第十八条

①消費税率の引上げに当たっては、経済状況を好転させることを条件として実施するため、物価が持続的に下落する状況からの脱却及び経済の活性化に向けて、平成二十三年度から平成三十二年度までの平均において名目の経済成長率で三パーセント程度かつ実質の経済成長率で二パーセント程度を目指した

②望ましい経済成長の在り方に早期に近づけるための総合的な施策の実施その他の必要な措置を講ずる。

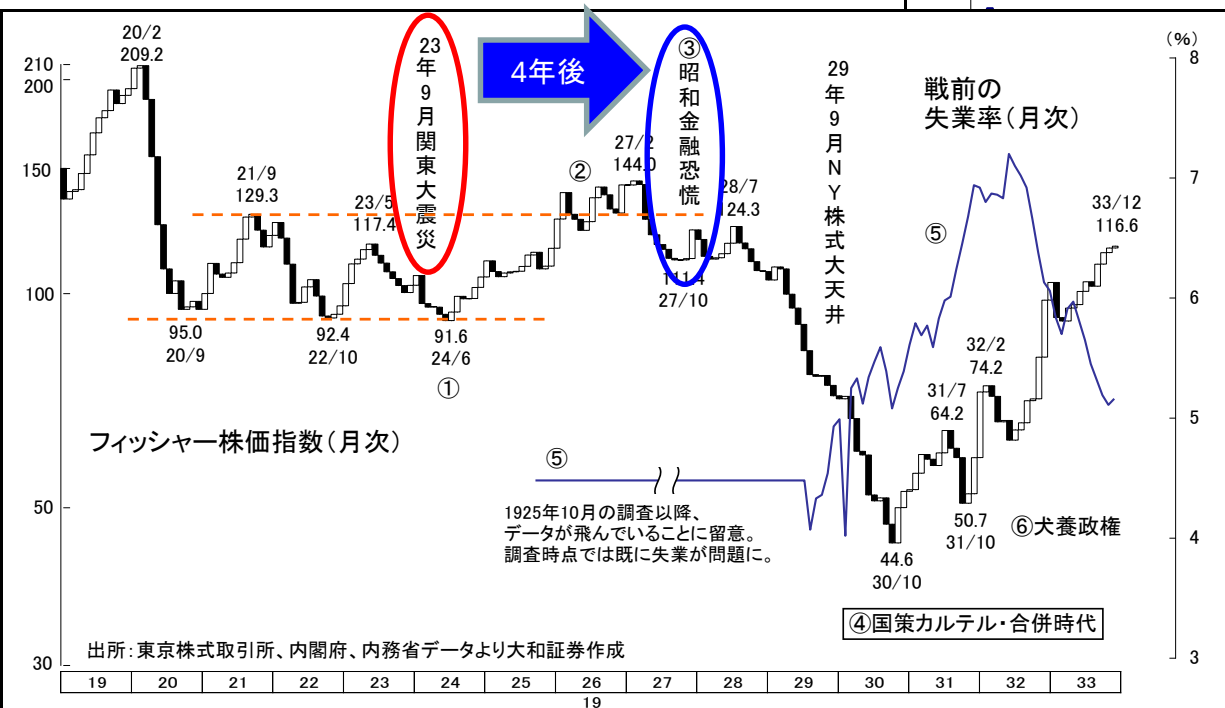
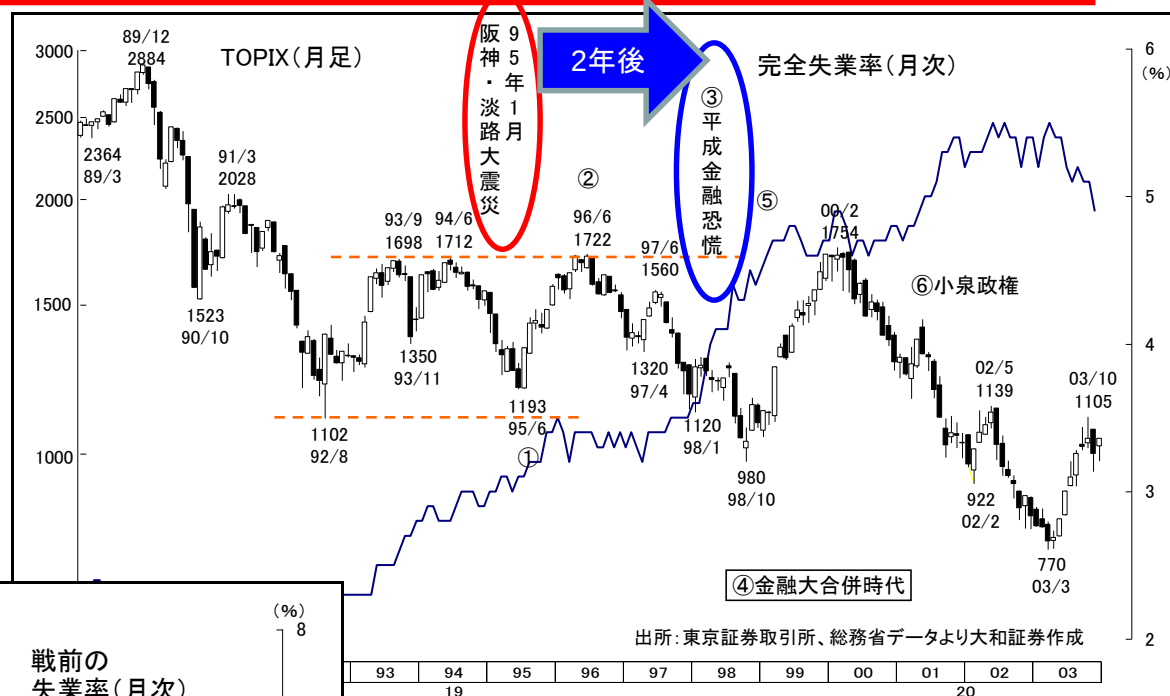
2 税制の抜本的な改革の実施等により、財政による機動的対応が可能となる中で、我が国経済の需要と供給の状況、消費税率の引上げによる経済への影響等を踏まえ、

③成長戦略並びに事前防災及び減災等に資する分野に資金を重点的に配分することなど、我が国経済の成長等に向けた施策を検討する。以下省略 (傍線、丸数字は筆者)

震災後は復興景気も、2～3年後は景気の腰が脆く恐慌に陥りやすい時期

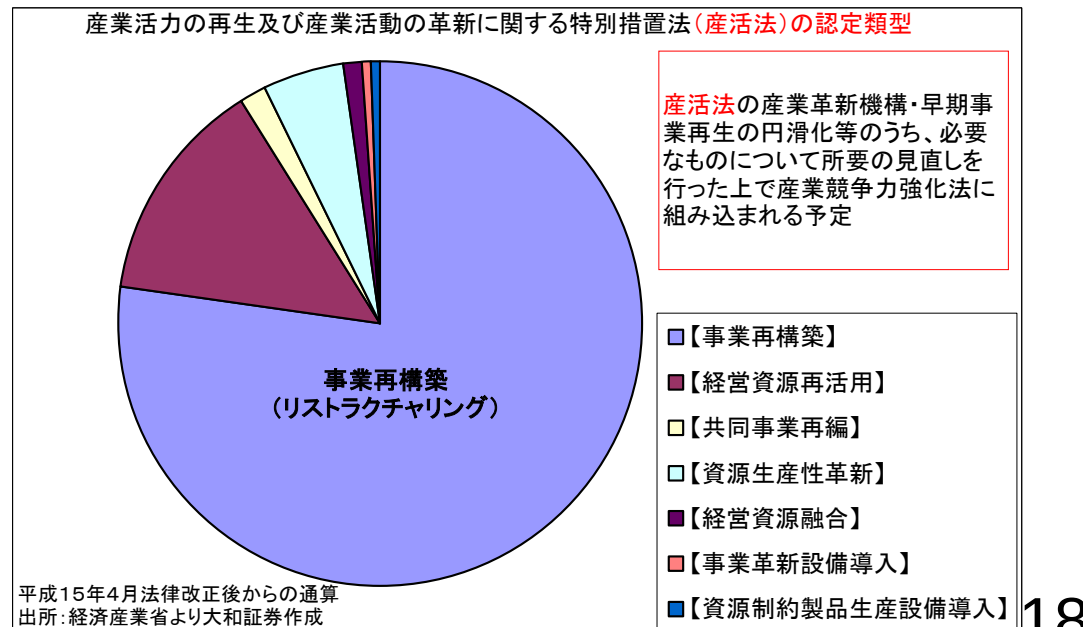
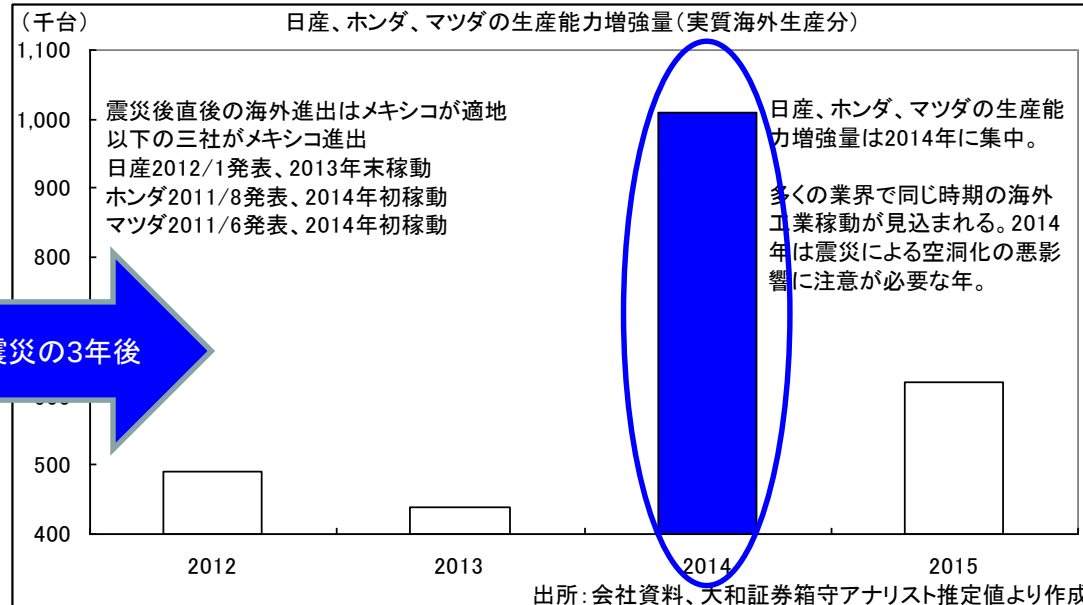
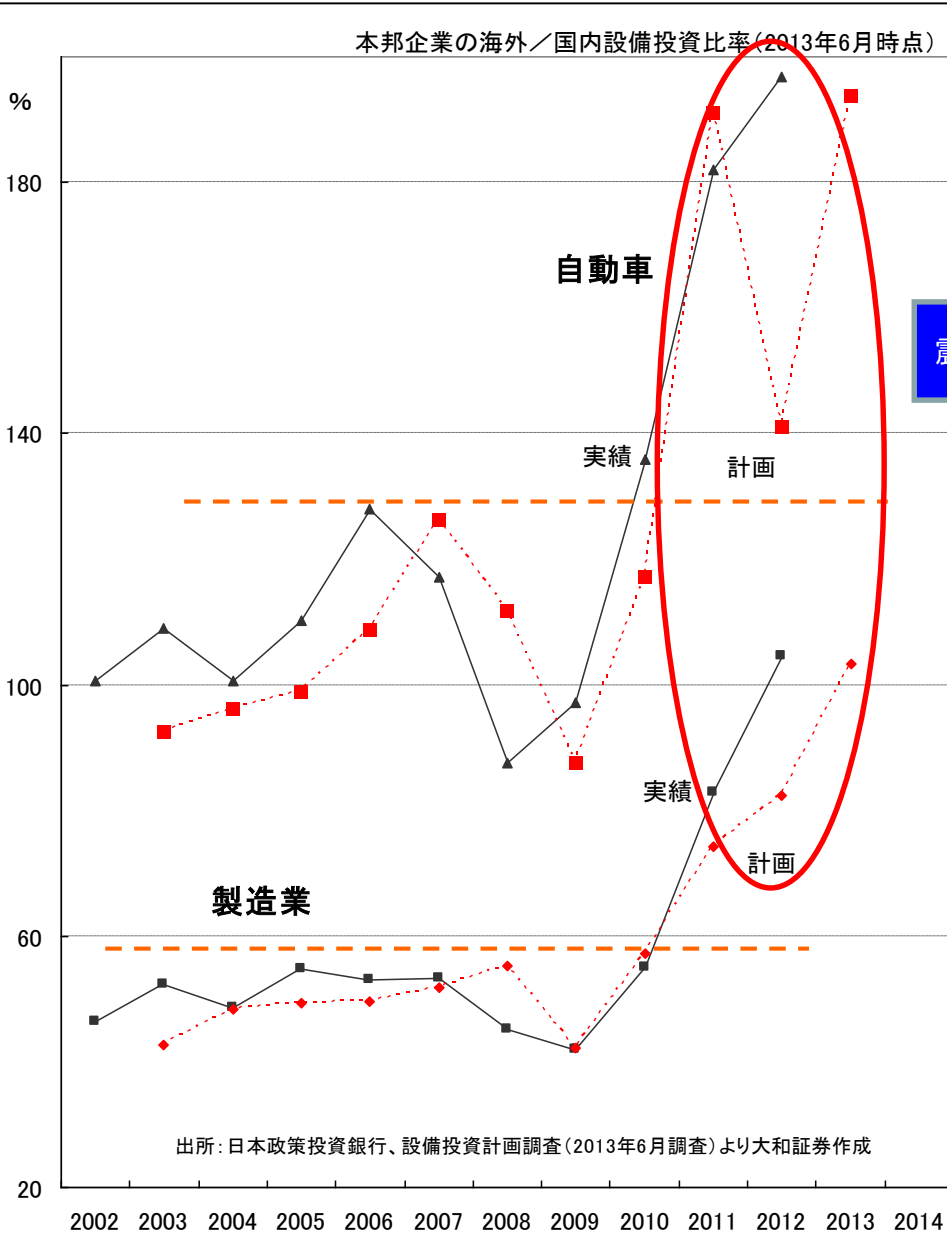
震災後は、以下のような同様のパターンを経てきた。

株価は①ボックス下限で底入れ、②上限で一巡、③金融危機や恐慌が発生、④M & A推進策が進み、⑤雇用なき株価回復、⑥改革派内閣誕生。



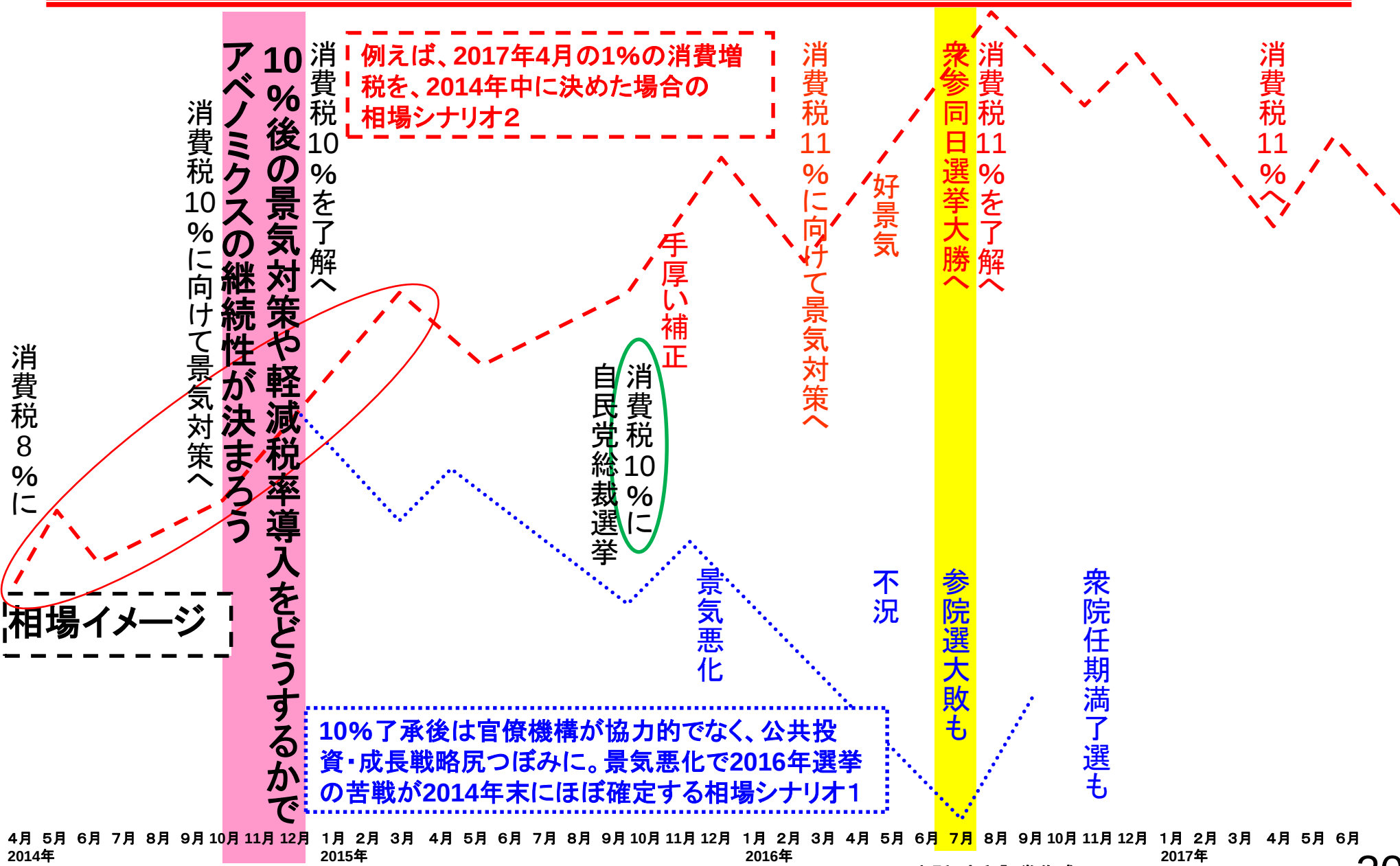
現在は②前後の時期。③の金融危機や恐慌に陥りやすい原因は、不良債権と空洞化。今回、不良債権は問題にならないとしても、空洞化による景気の腰の脆さは不安(別頁)。景気の下押し圧力がかかると、景気悪化は加速する時期と警戒すべき。

震災で決断した海外工場が足元完成。今後景気次第では国内事業縮小も

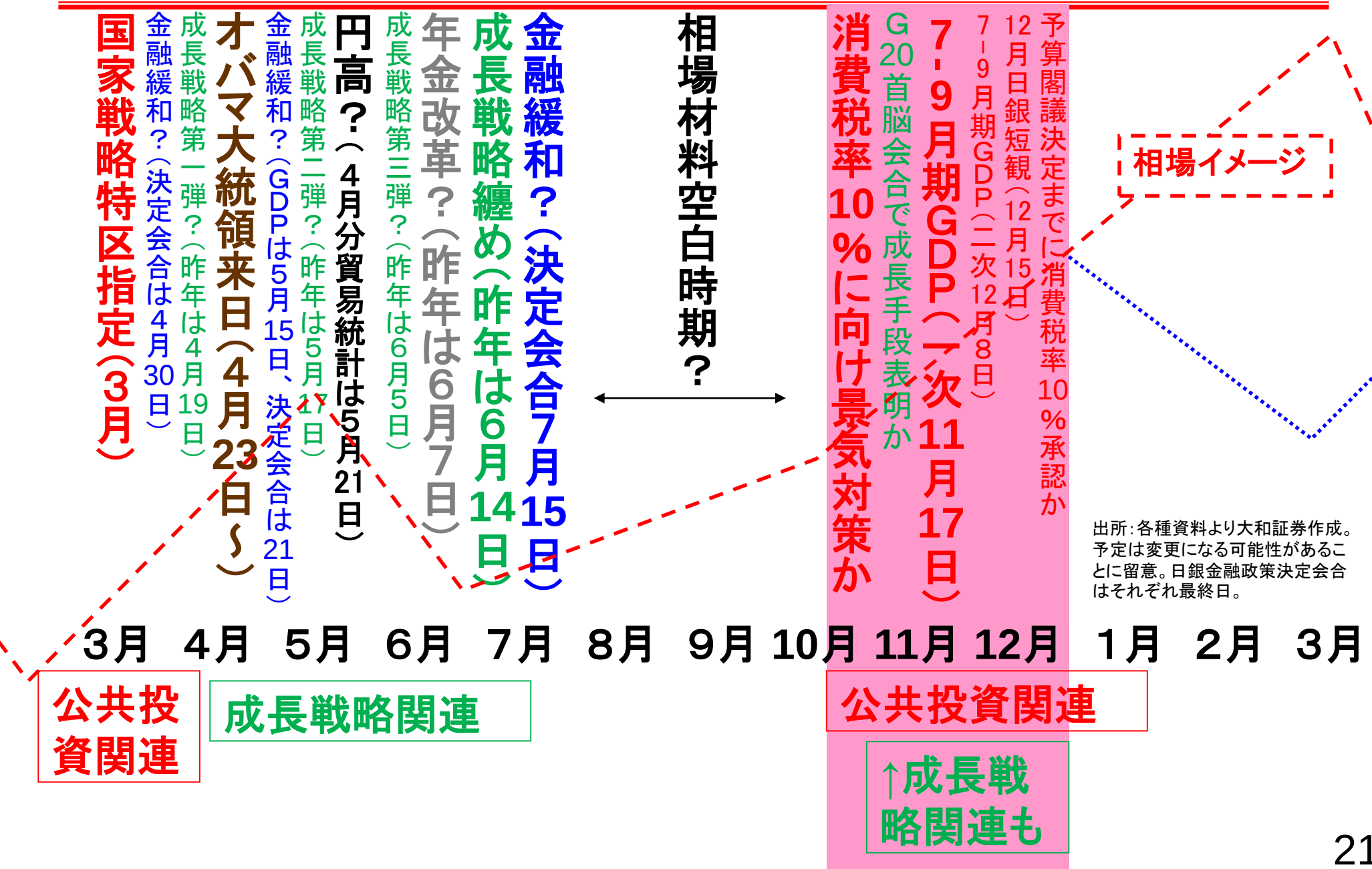


**アベノミクス相場は今秋から年末が分岐点
～夏までは成長戦略・カジノに期待～**

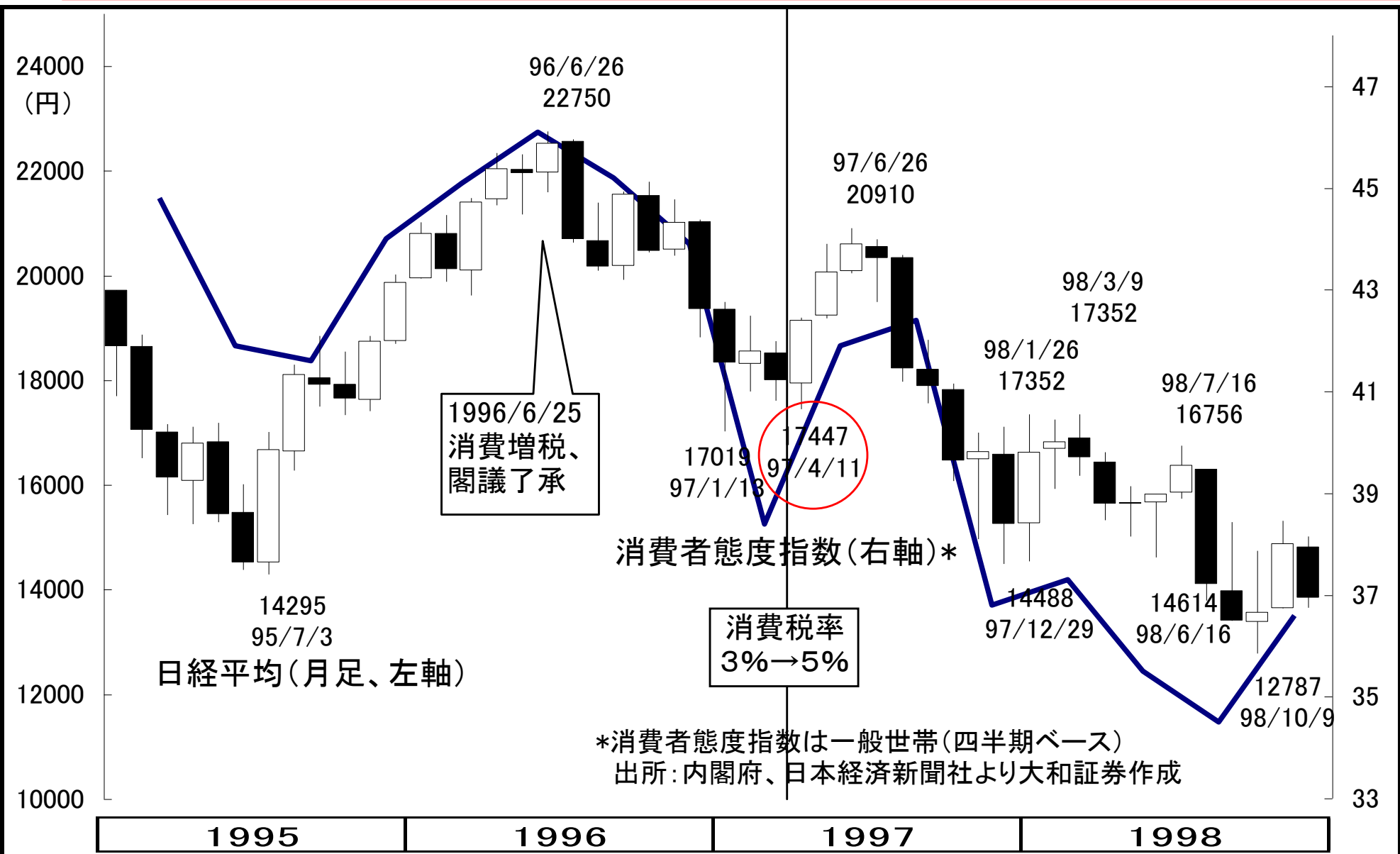
今秋が分岐点。消費税10%後の景気対策等を確保しないと選挙大敗も



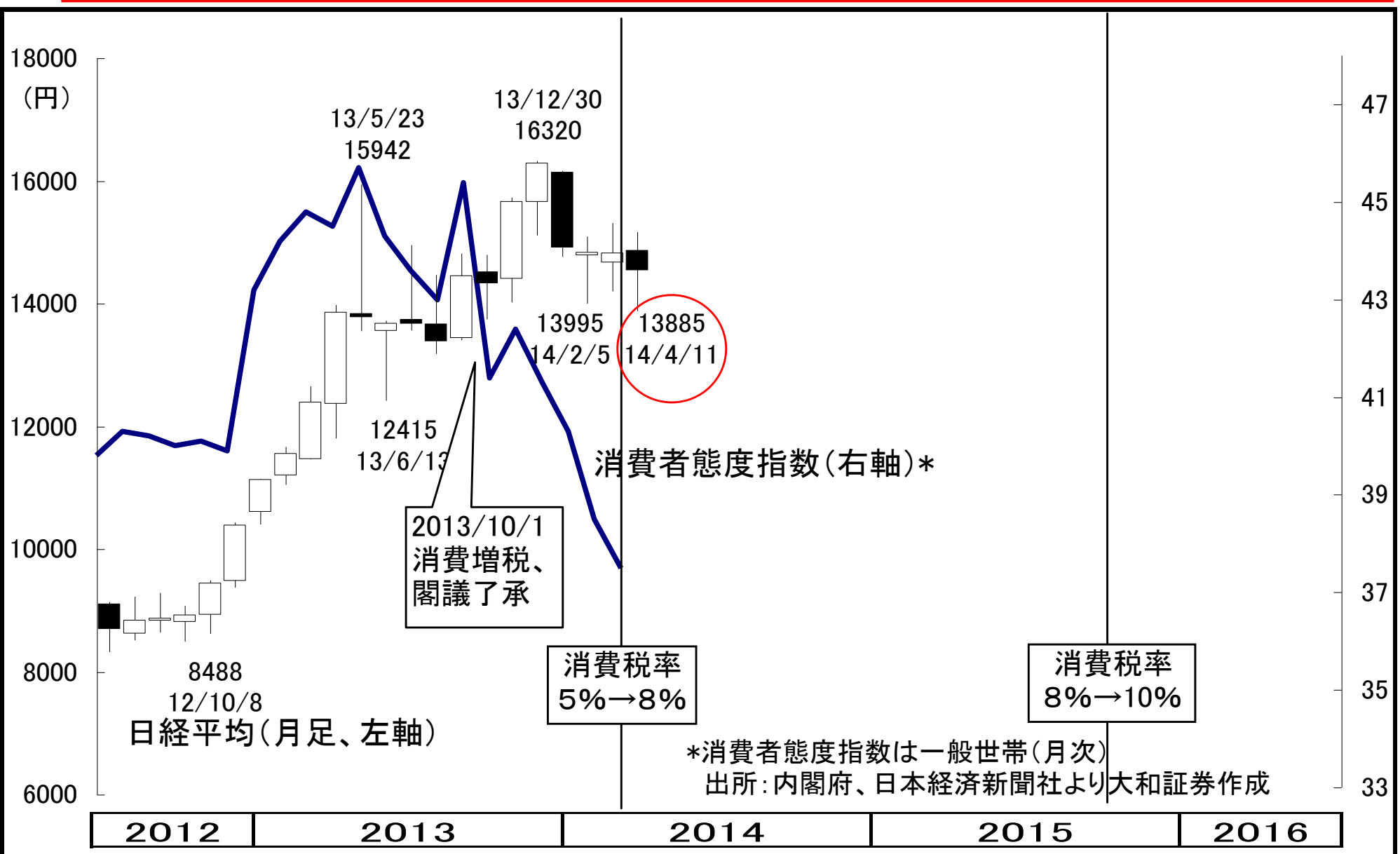
年度内相場想定：2014年度に予想される投資イベントと物色テーマ



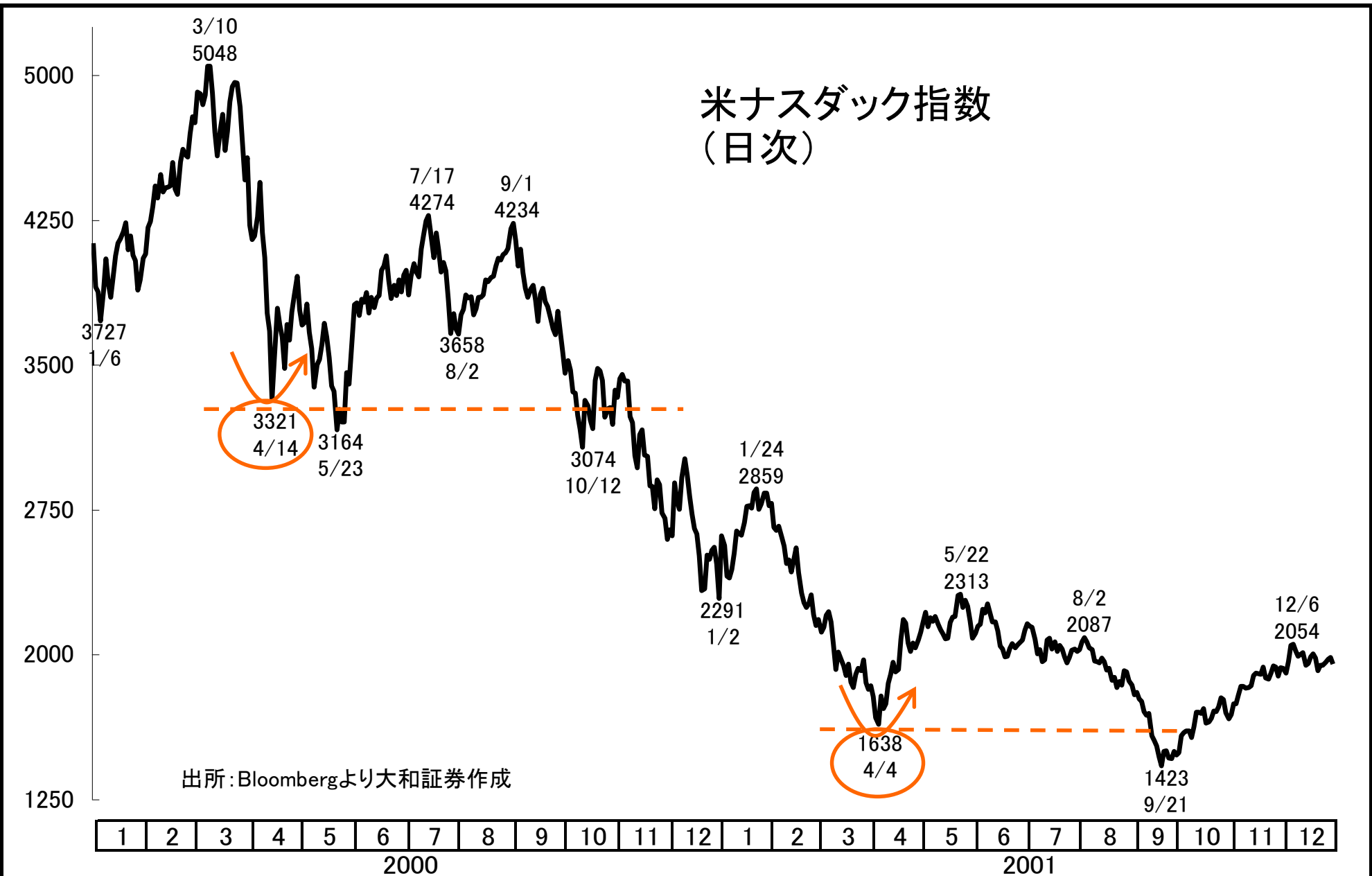
消費増税後は4月11日ボトムのパターン。ガイダンス悪化織り込みか①



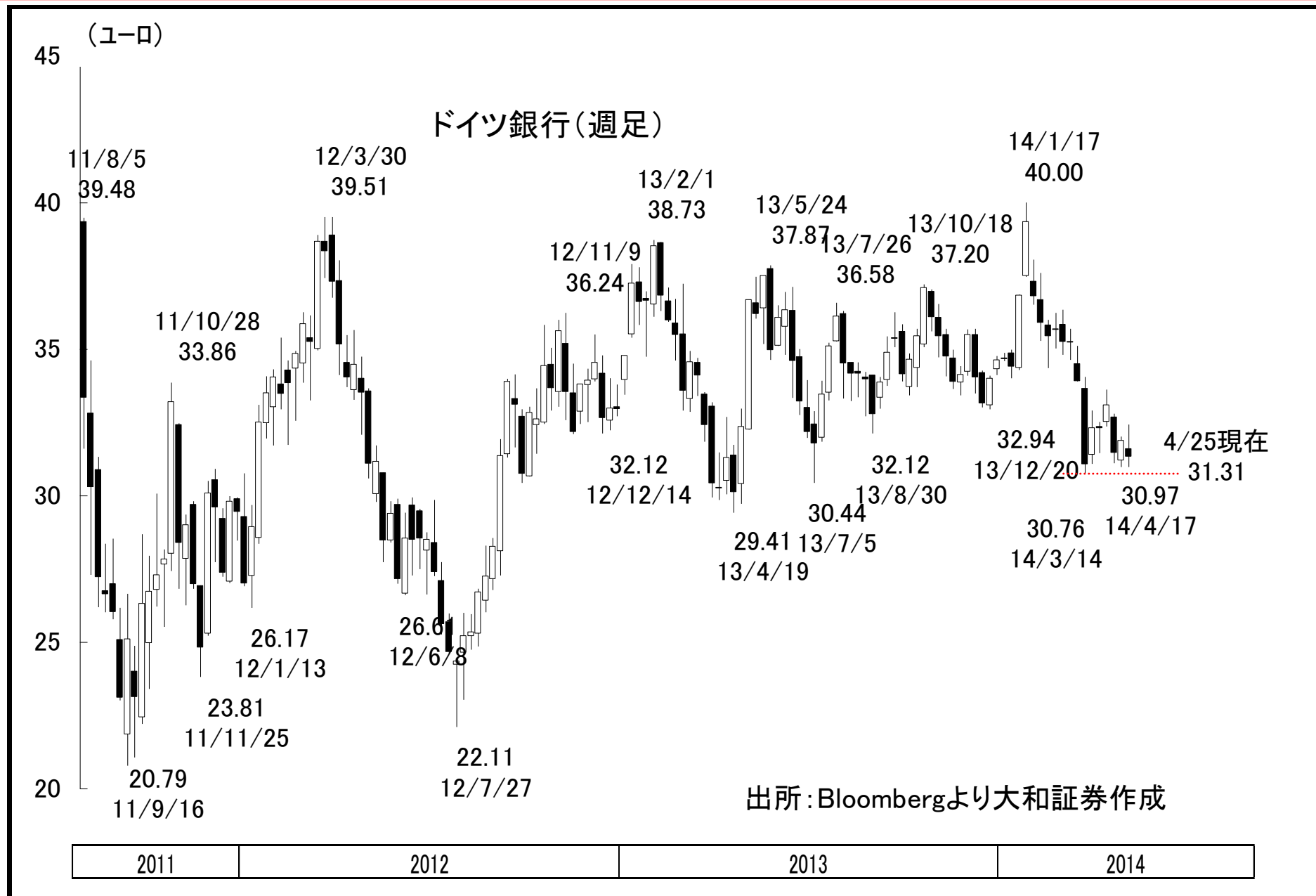
消費増税後は4月11日ボトムのパターン。ガイダンス悪化織り込みか②



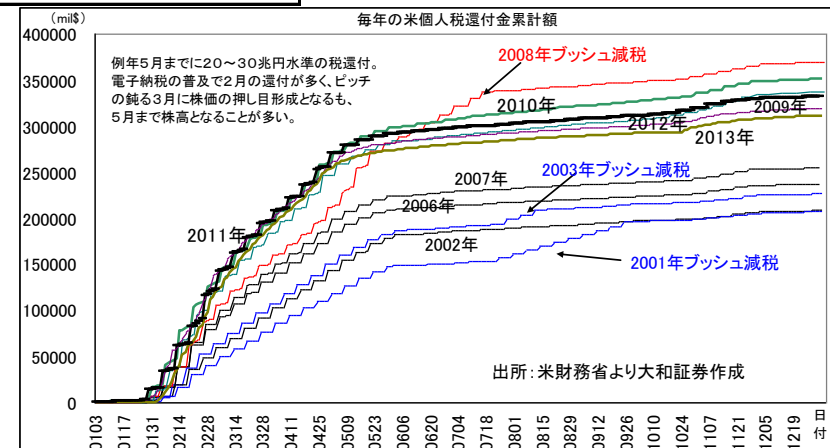
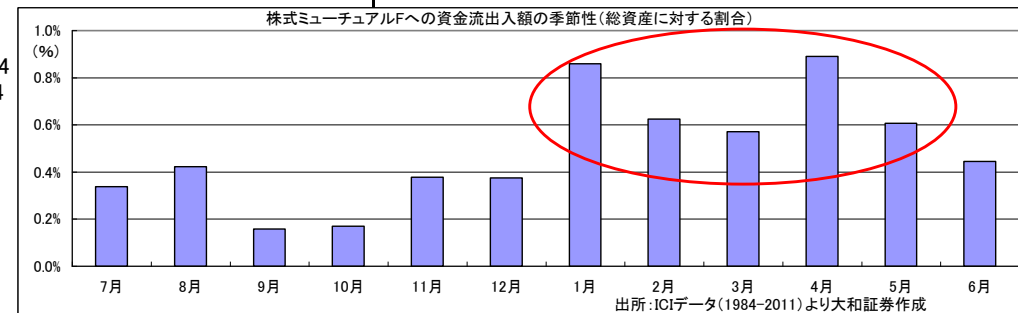
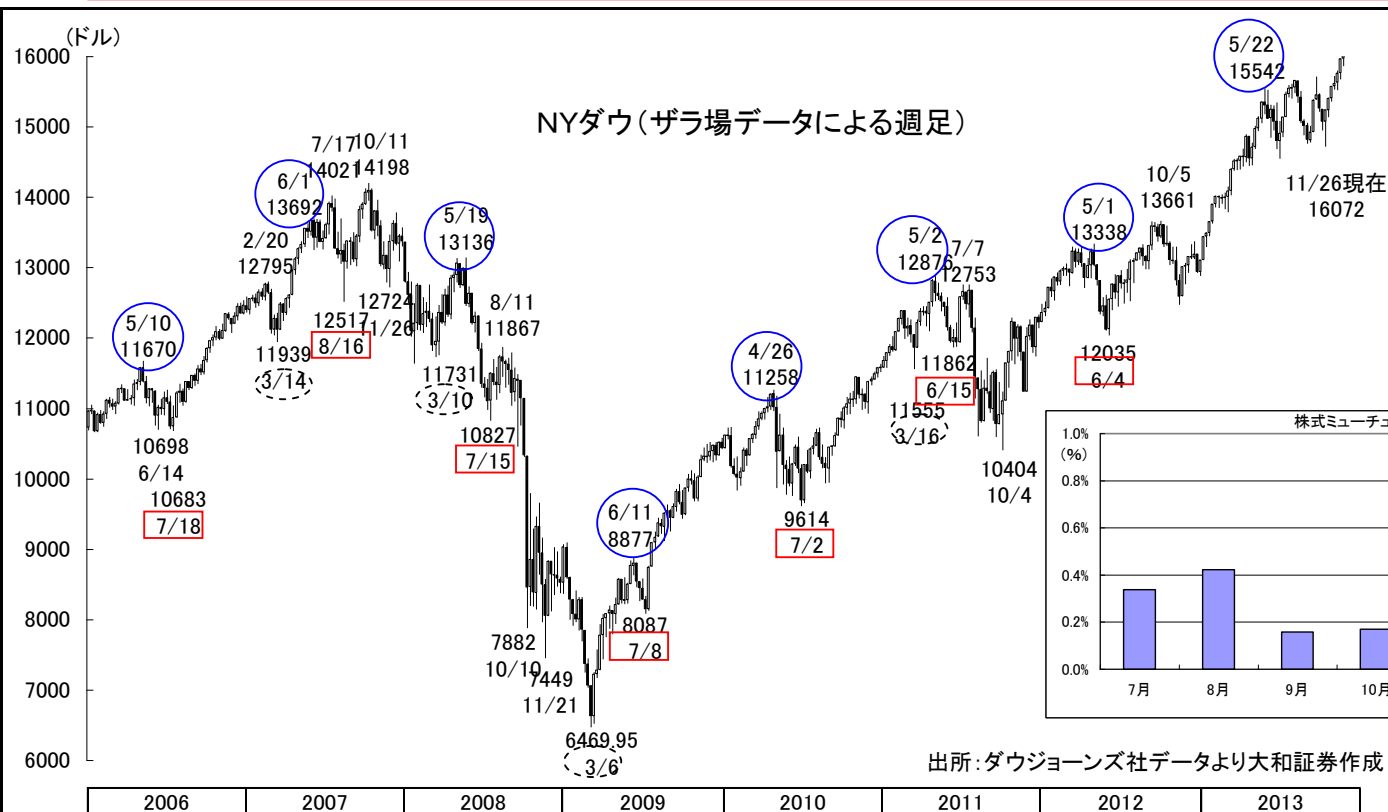
納税目的の換金売り終了も、創業者達が弱気なら戻り限定



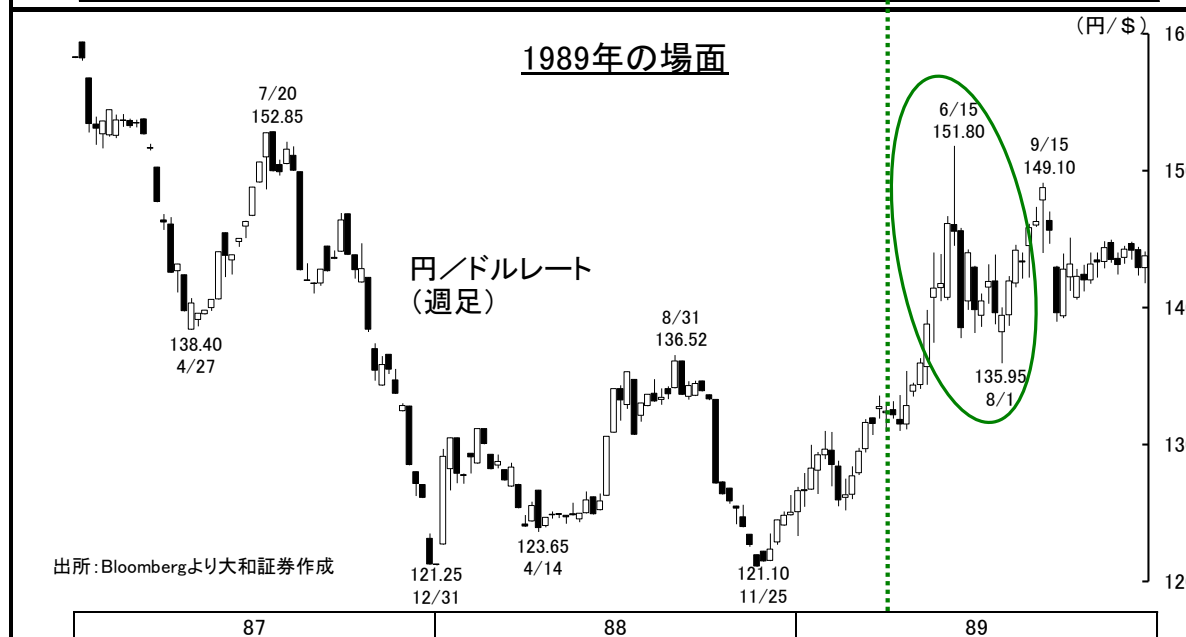
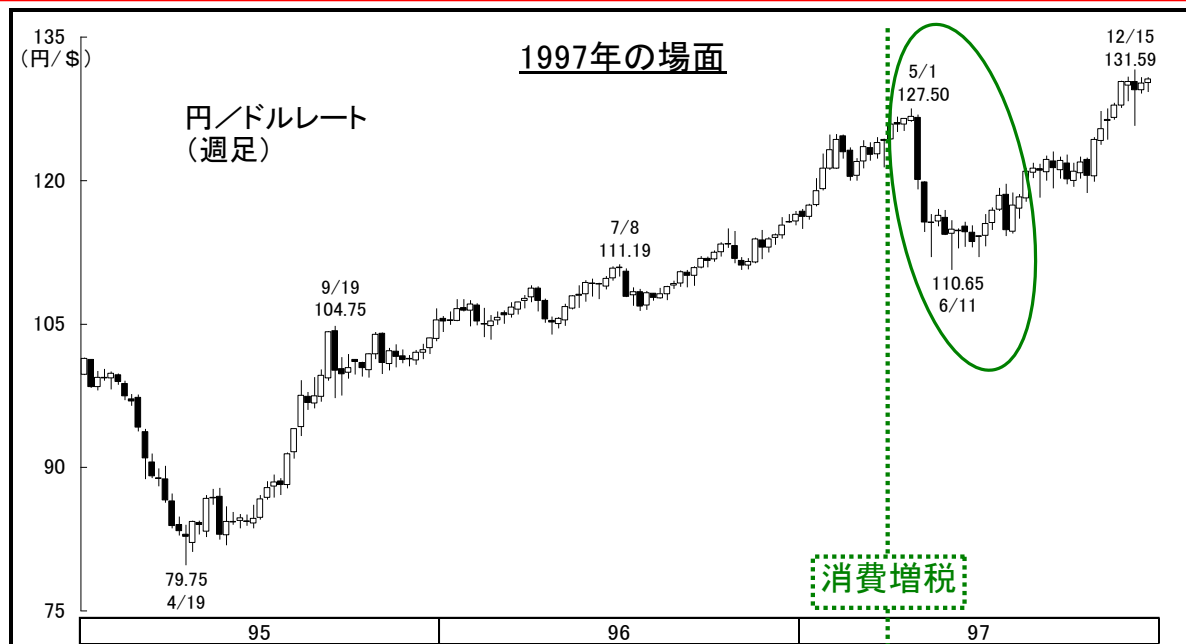
欧州銀ストレステストの詳細も重要。中間期末明けはサマーラリーも



米ミューチュアル・ファンドや米国株は5月頃まで好調な季節性あり

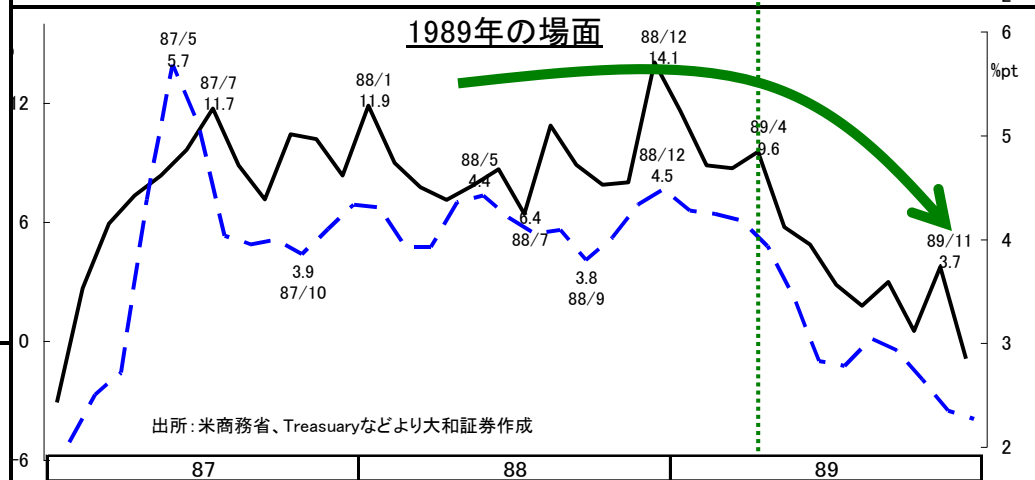
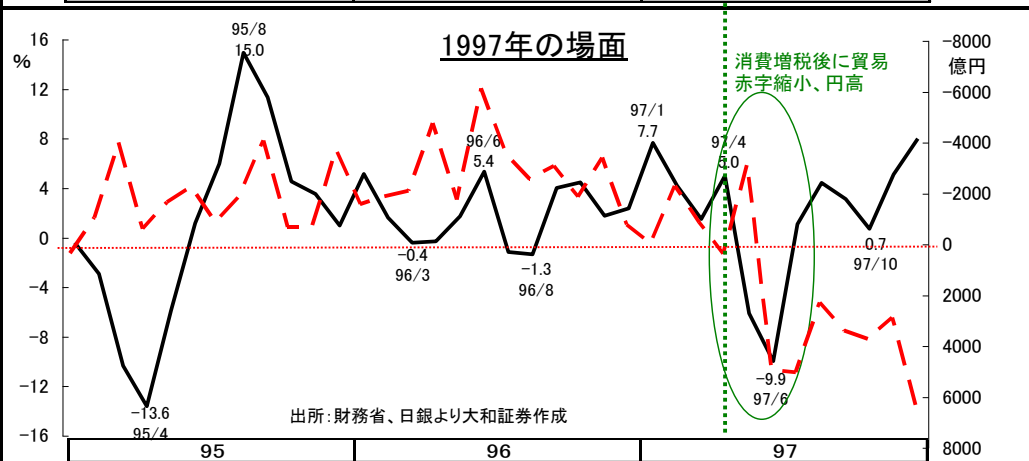
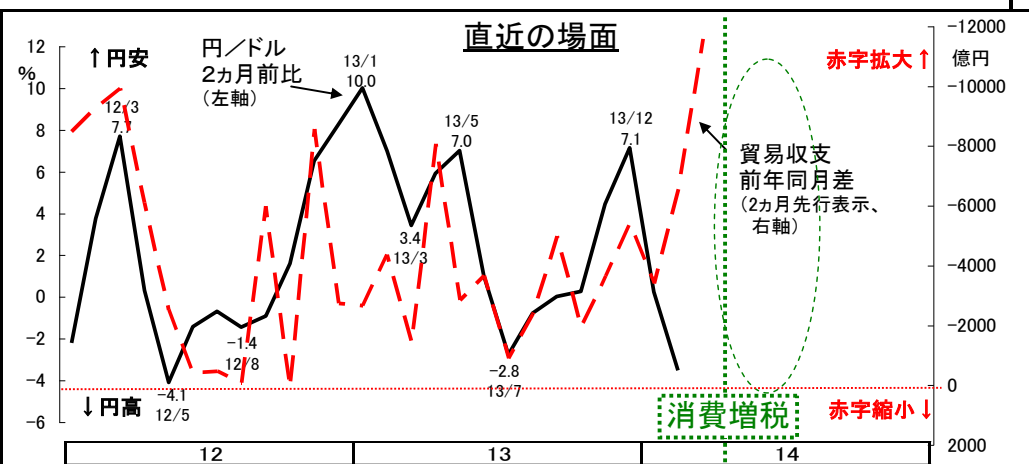
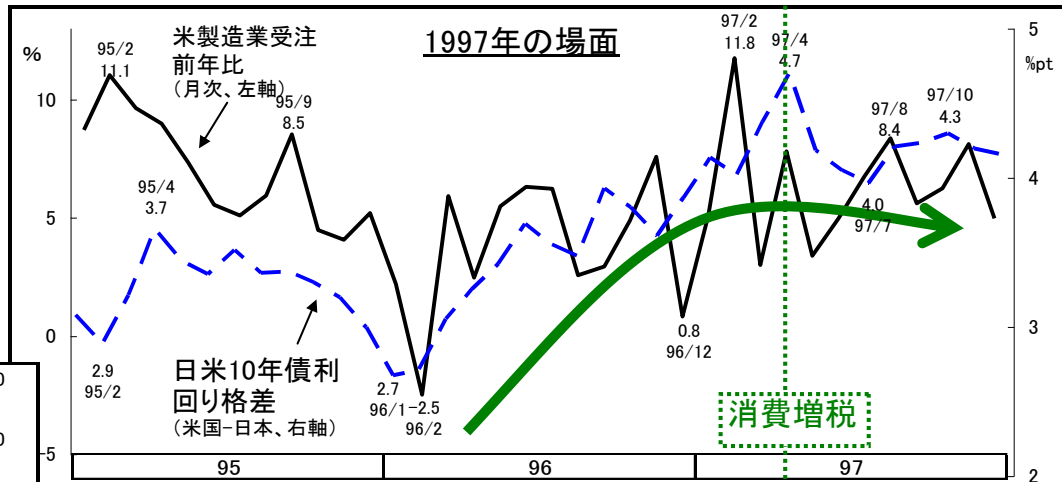


消費増税後の5月頃から1ヵ月半程度の短期的な円高場面に注意



駆け込み輸入の剥落と輸出ドライブ回復で貿易赤字縮小

消費増税前には、高級外車やブランド品の駆け込み輸入が多かった(輸入増)。エコカーは増税の影響が大きく、国内生産比率が高いので国内出荷ドライブ(輸出減)。消費増税実施でどちらも逆転、貿易収支の急改善に注意(下)。



日本経済は世界の中で規模が大きく、消費の急減速は世界景気のソフトパッチを招きやすい。5～6月に注意(上)。

2015年4月からは年金の株買いへ。負い目から今年成長戦略にも

財政検証年	2004	2009	2013	2014
経済前提	3.2%	4.1%		4.2%
運用リターン設定	3.2%	3.2%	3.42% (成長戦略で臨時に)	??

仮説: 前回運用リターン設定が引き上げられていないので、今回はリスク資産ウェイトの引き上げに。
 疑問: 前回リスク資産は引き上げられなかったのに、今回も引き上げられないのでは？

大失敗、
負い目に

当時は現役世代の収入の50%を大きく超える給付が計算できるので、多少コンサバに運用しても安心との判断だった。しかし、厚生労働省が今月12日に発表した年金財政における経済前提と積立金運用のあり方についての検討結果の報告では、リスク等の示し方という項目において、「賃金上昇する分はリターンを狙っていこう」とされたのだと筆者は「思う」。
 上記「思う」としたのは以下の様になりに難解な文章で書いてあり、日本語の読解としては自信がないからだ。「全額国内債券で運用しても年金給付の伸びである名目賃金上昇率を下まわるリスクが存在することから、「国内債券並みのリスク」というご意見にも照らし、全額国内債券運用において名目賃金上昇率から下振れするリスクを超えないことをリスク許容度として示す。」と。
 魂は細部に宿るという。文章を解り難くしてあるのは隠したいからだろう。実は前回の運用方針の判断は結果としては失敗だった。財政検証での計算通りリスク資産ウェイトを引き上げていけば、リーマンショック後の低い価格の株式ウェイトを引き上げることで、莫大な利益を得ることが出来ていたはず。こうした議論を蒸し返して欲しくないのに解らないように「同じ轍は踏みません」と書いてあると思う。

結論: 今回こそ株式の大幅ウェイトアップに。昨年の成長戦略同様に今年も6月に期待。

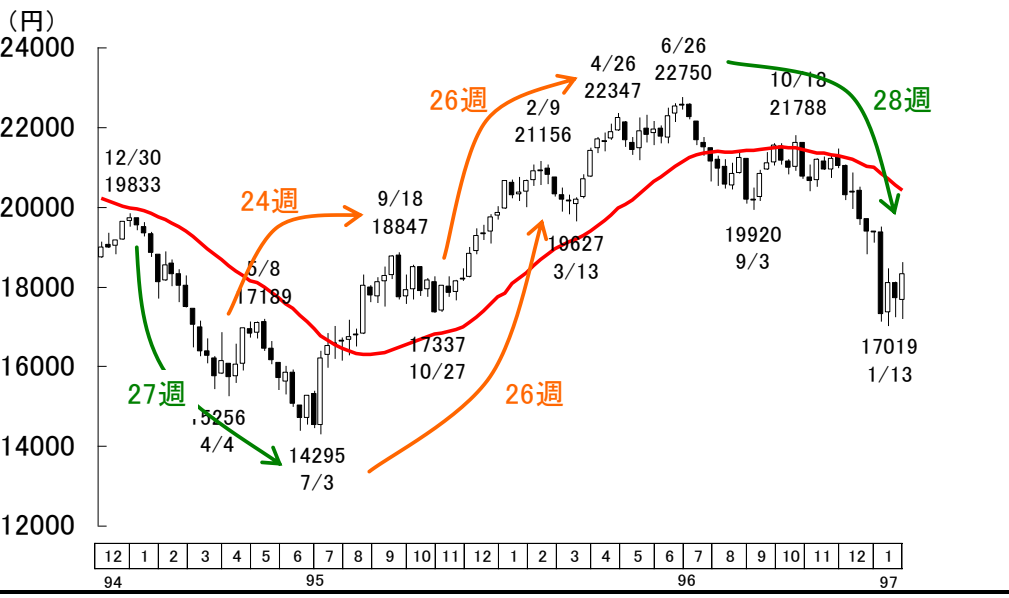
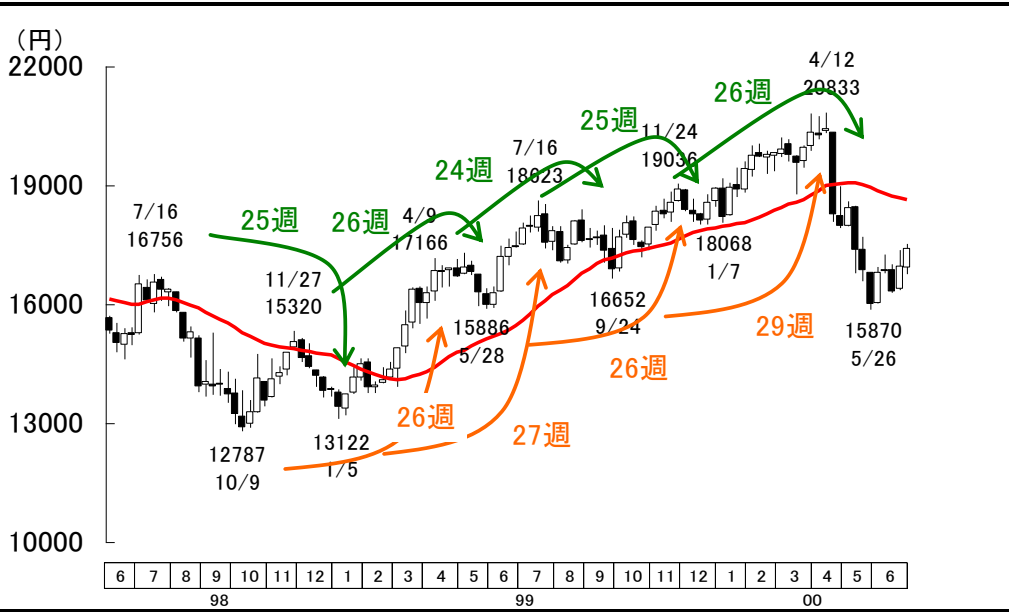
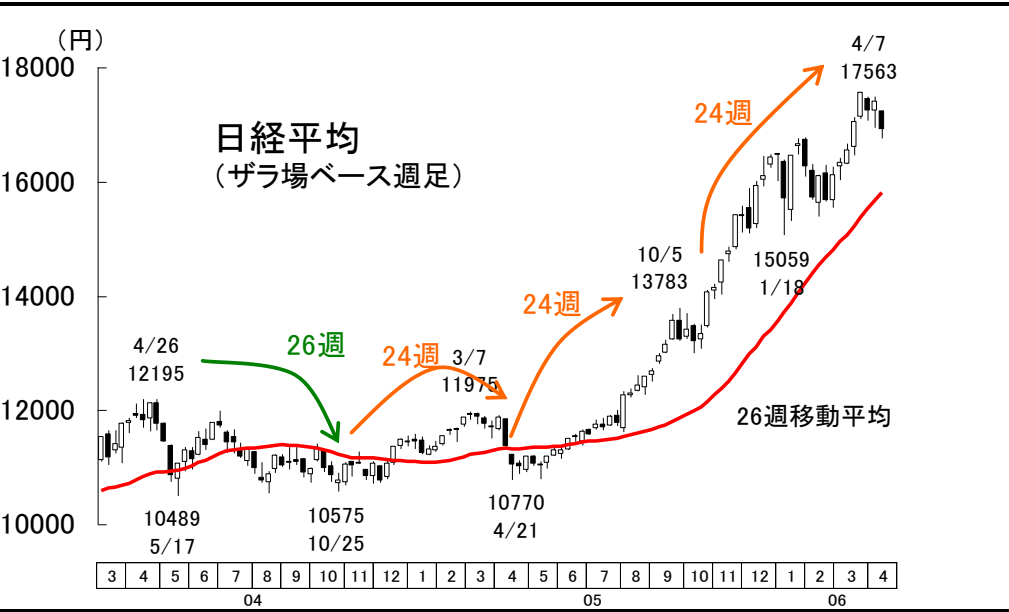
公的年金の運用状況

	第3四半期末(2013/12)		(2013/6変更)	
	運用資産額 (億円)	運用資産の構成割合	基本ポートフォリオの目標構成	期待リターン
国内債券	710,033	55.22%	60±8%	3.0%
市場運用	621,298	48.32%	—	—
財投債(薄価)	88,735	6.90%	—	—
(参考:時価)	91,673	—	—	—
国内株式	221,471	17.22%	12±6%	4.8%
外国債券	136,355	10.60%	11±5%	3.2%
外国株式	195,219	15.18%	12±5%	5.0%
短期資産	22,711	1.77%	5%	1.9%
合計	1,285,790	100.00%	100.00%	3.423%

今回、**厚生労働省は有識者会議に丸投げしたのが、ことの本質**だと筆者は思う。そう考えると、公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議の**伊藤隆敏座長の発言の重みが増す**。伊藤先生は昨年11月には「国内株20%」(テレビ東京)、最近では「株式は50%で内外おおむね半分ずつ」(ブルームバーグ)と指摘している。国内株式が20～25%のウエイトを占めるとすると、昨年末よりも3.6～10.0兆円の積み増しが必要となる。加えて3共済(国家公務員、地方公務員、私学の各共済、2013/3の運用額約50兆円、国内株約6兆円)が2015年10月に一元化されることを考えると、この分で4～6.5兆円の積み増しが必要だ。**合計で7.6～16.5兆円もの積み増し需要が発生**する。

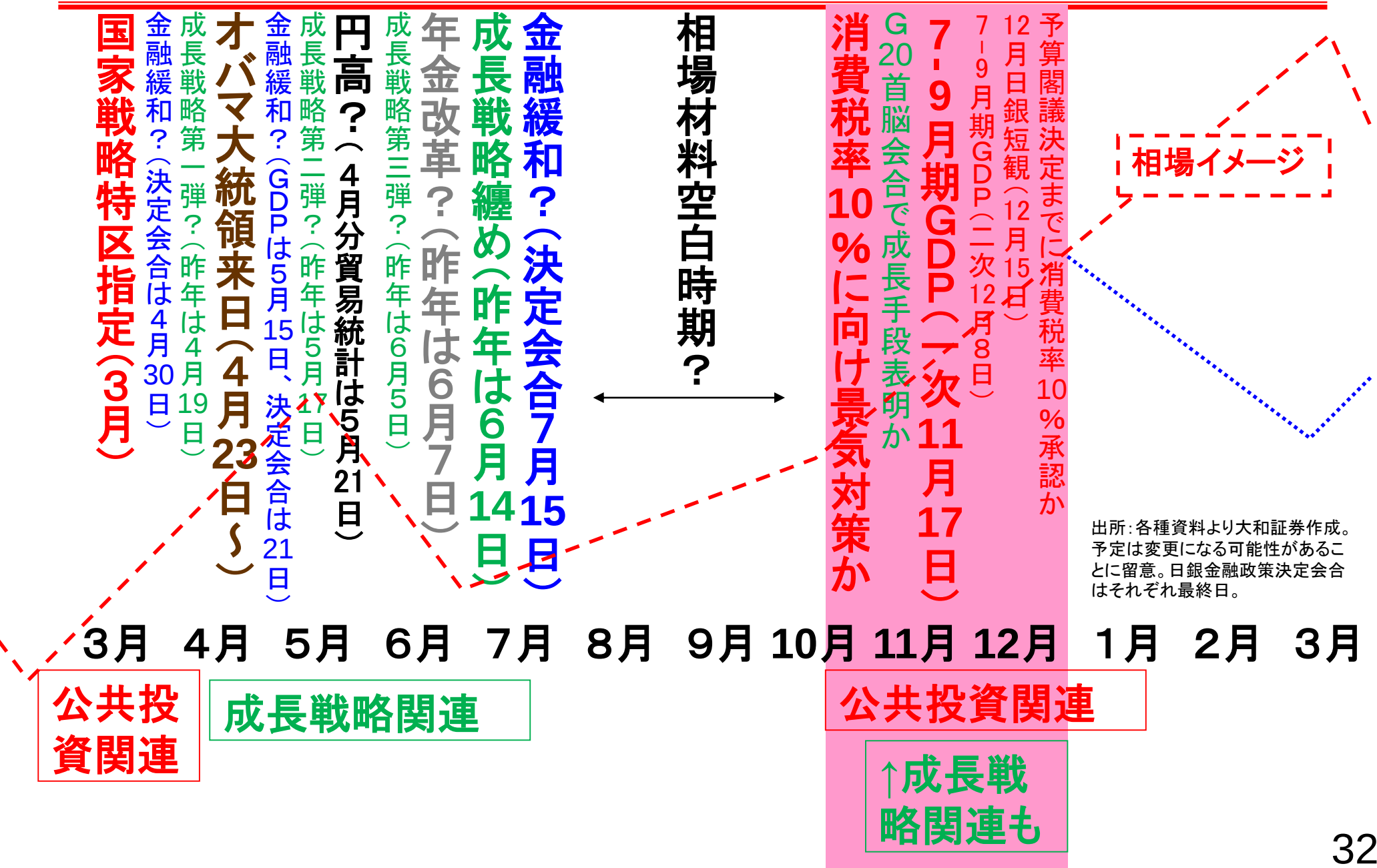
なお、米澤運用委員(委員長含み、運用委員会にはGPIFの中期計画の審議の権限あり)は、「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」の座長代理で、伊藤座長の主張を良く理解していると考えられる。また、5年に一度の「年金財政における経済前提と積立金運用のあり方に関する専門委員会」の委員で、更に、GPIFと3共済年金の一元化に向けた「積立金基本指針に関する検討会」の座長でもあった。

日本株は天～底、底～天に信用期日の半年リズム。6月末安値に

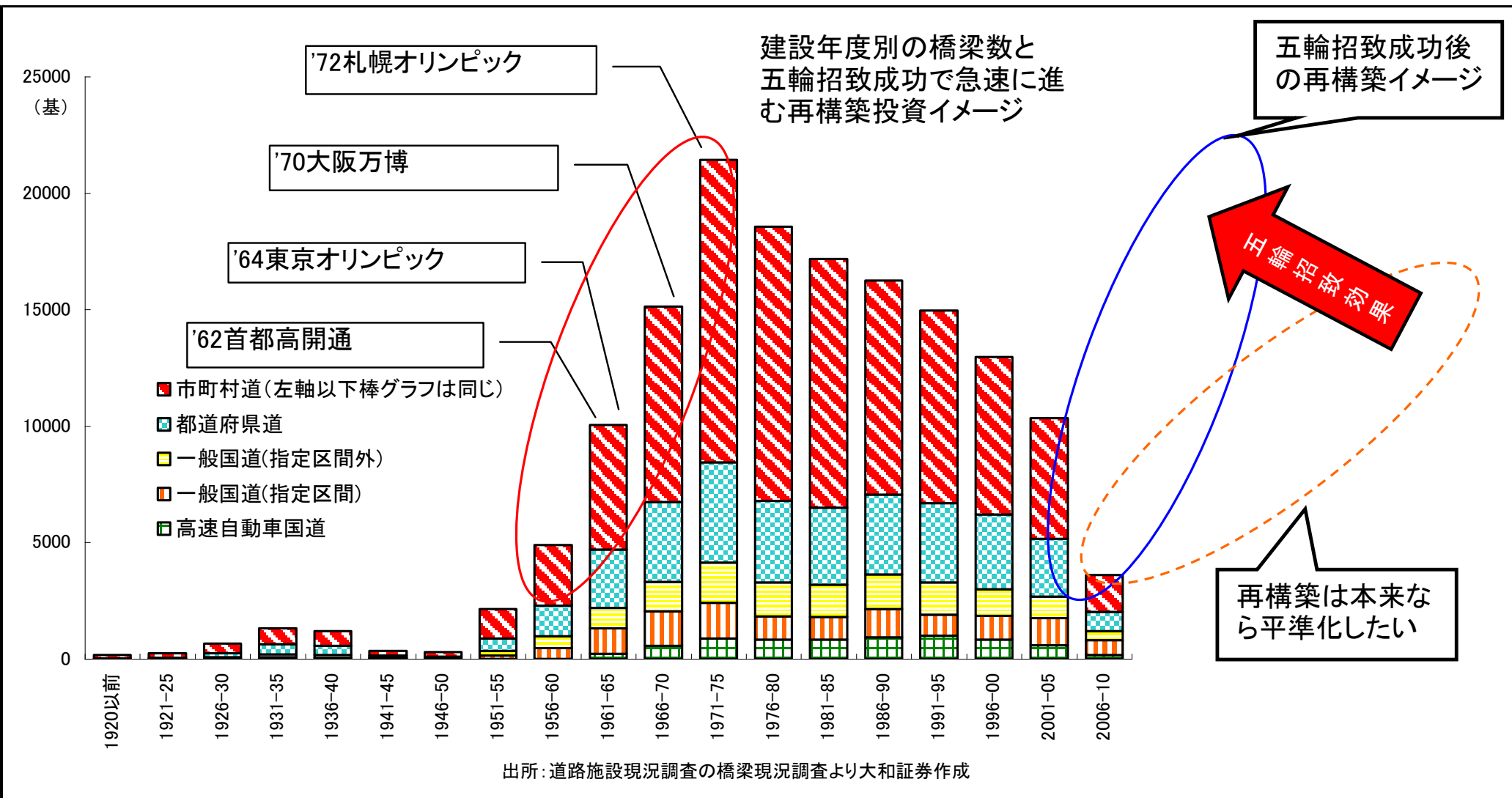


**アベノミクス相場は今秋から年末が分岐点
～夏までは成長戦略・カジノに期待～**

年度内相場想定：2014年度に予想される投資イベントと物色テーマ



6. 公共投資・観光関連：日本の社会インフラは老朽化。更新需要に期待

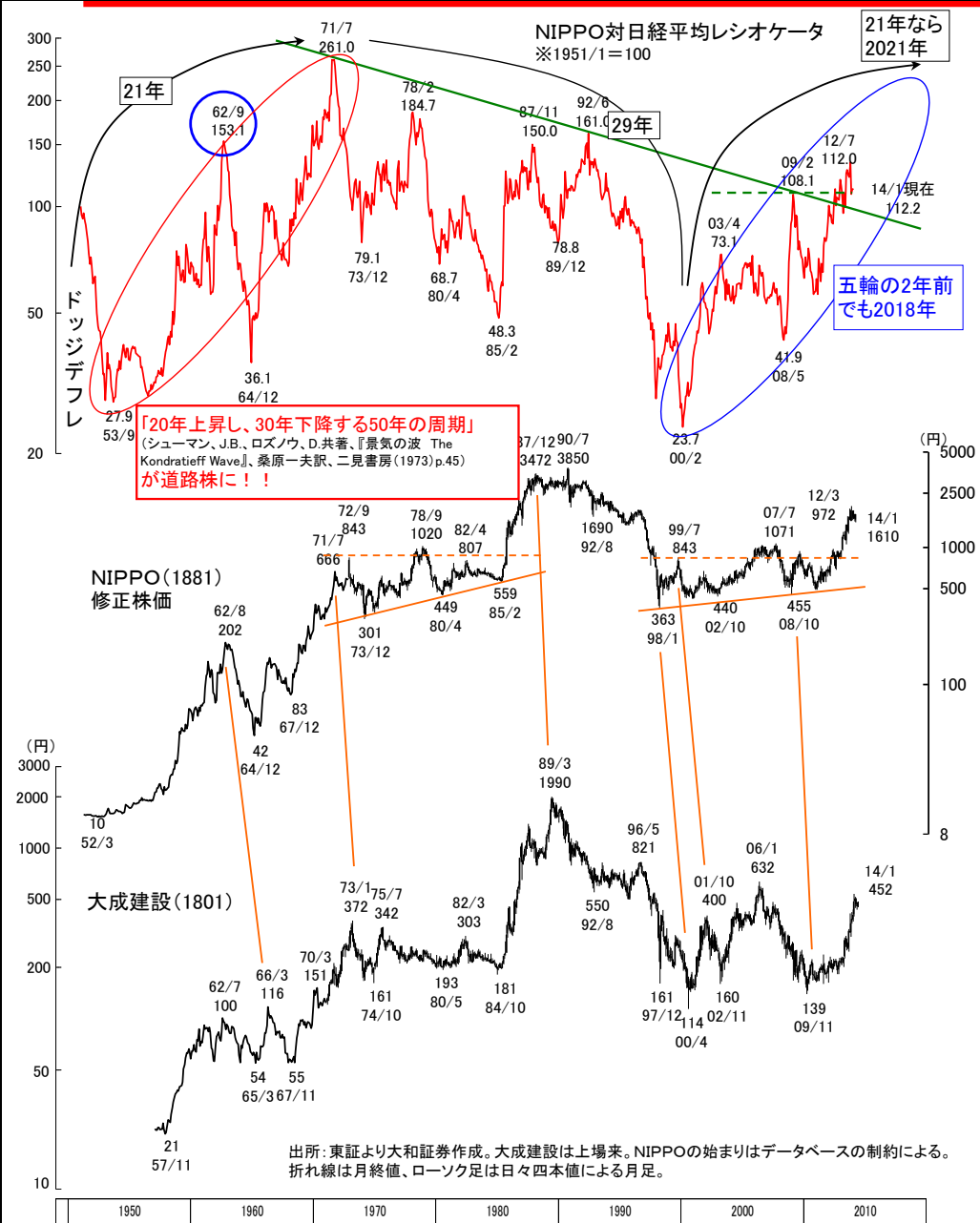


長年、風雪にさらされた鉄筋コンクリート製の構造物は、アルカリ成分が抜け出てしまい(中性化現象)、中の鉄筋・鉄骨が錆びて膨らむことでコンクリートを圧迫して、中からひび割れてしまう。結果、鉄筋コンクリート製の社会インフラは、おおよそ50年程度が寿命といわれている(左)。

まさにその50年前の1960年代前後は、日本に大量に社会インフラが構築された時期である(上)。今後、日本は社会インフラの再構築時期を迎えることになる。

実は、今回の五輪招致は日本にとって非常にタイミングが良いと言える。日本はちょうど社会インフラが大量に寿命を迎える時期にさしかかっており、東京や日本の姿が変わる大きなきっかけになり得る。

道路株は社会インフラのサイクル通り(前頁)の歩み。2020年頃まで期待

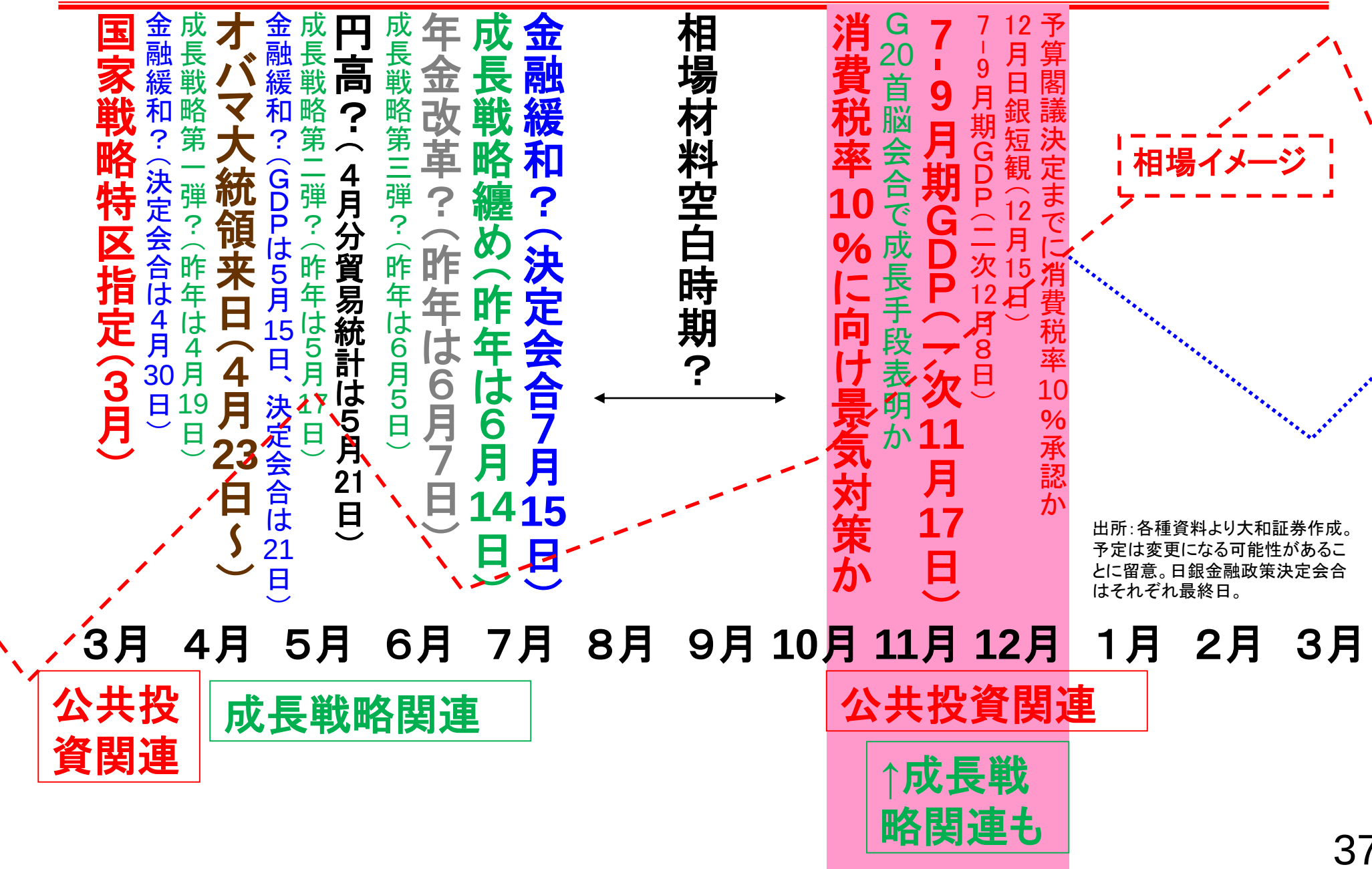


公共インフラ関連株リスト

建設工事		建設工事		建設機械・素材・部材		トンネル掘削	古河機械金属 (5715)
業種・業態	銘柄 (コード)	業種・業態	銘柄 (コード)	業種・業態	銘柄 (コード)		日立造船 (7004)
ゼネコン	大成建設 (1801)	道路舗装工事	NIPPO (1881)	住宅・各種資材 メーカー	積水化学工業 (4204)	防災情報通信インフラ	
	大林組 (1802)		前田道路 (1883)	セメントメーカー	住友大阪セメント (5232)		
	清水建設 (1803)	海洋土木工事	東亜建設工業 (1885)		太平洋セメント (5233)	業種・業態	銘柄 (コード)
	鹿島 (1812)		東洋建設 (1890)	免震・制振装置	オイレス工業 (6282)	自治体・防災向け IT工事	NECネットSI (1973)
	西松建設 (1820)		五洋建設 (1893)	建設機械	コマツ (6301)	通信機器	NEC (6701)
橋梁・トンネル・ 道路の補修工事	ショーボンドHD (1414)	基礎・地盤改良工事	ライト工業 (1926)		日立建機 (6305)	デジタル消防無線	富士通ゼネラル (6755)
鉄道関連工事	鉄建 (1815)	基礎工事	日特建設 (1929)		タダノ (6395)	防災無線 映像監視システム	日立国際電気 (6756)
	東鉄工業 (1835)	コンクリート 橋梁工事	PS三菱 (1871)	建設作業用 くぎ打ち機	マックス (6454)	防災関連 放送システム	TOA (6809)
	日本電設工業 (1950)	橋梁工事	横河ブリッジHD (5911)	電動工具	日立工機 (6581)	官公庁・自治体 ネットワーク構築	ネットワン システムズ (7518)
建設コンサルタント	建設技術研究所 (9621)		日本橋梁 (5912)		マキタ (6586)	国の重要 基幹システム	NTT (9432)

**アベノミクス相場は今秋から年末が分岐点
～夏までは成長戦略・カジノに期待～**

年度内相場想定：2014年度に予想される投資イベントと物色テーマ



IR推進法が審議入りとなれば、カジノの解禁が5-6月に決定へ

■推進法成立は規定路線

4月に内閣提出法案を通した後、5月半ば以降には審議入りの可能性があり、6月22日会期末参院成立を目指す。IR議連には、日本共産党と社会民主党を除くすべての政党から議員が参加、役員を出している。推進法案は、自民党、日本維新の会、生活の党が共同で提出。

○アナリストの考え: 提出党で衆参共に過半を確保。審議入りさえすれば成立へ。

国会・会派別所属議員数

衆議院		参議院	
会派名	所属議員数	会派名	所属議員数
自由民主党	293	自由民主党	114
日本維新の会	53	日本維新の会	9
生活の党	7	生活の党	2
民主党・無所属クラブ	55	民主党・新緑風会	58
公明党	31	公明党	20
みんなの党	9	みんなの党	13
結いの党	9	結いの党	5
無所属	12	新党改革・無所属の会	3
日本共産党	8	各派に属しない議員	4
社会民主党・市民連合	2	日本共産党	11
欠員	1	社会民主党・護憲連合	3
合計	480	合計	242

出所: 衆参議院HP(4/12情報取得)より大和証券作成

意図的にトーンが抑え気味も、合法化と共に発信急増へ。観光相場に

■今のところ意図的にトーンが抑えられている

- ・議員立法なので多くの党の賛成がないと審議の順番が後回しになり継続審議等になりかねない。

カジノを中心とした統合型リゾートを推進する法案の今国会成立が見通せなくなってきた。連立与党の公明党に慎重論が強く、政府・与党としては成長戦略関連の政府提出法案の審議を優先している。(中略)自民党国会対策委員会では、IR法案が審議入りできるのは、成長戦略関連法案の衆院審議が終わる5月半ば以降とみている。(中略)公明幹部は「党内でまだ議論している」と態度を留保している。自民党には「各党への根回しも遅れ、今国会は難しい」との声がある。(「カジノ法案に黄信号、公明が慎重、今国会成立見通せず」2014/04/28日本経済新聞朝刊より抜粋)

- ・「**公明党**はサッカーくじでも自主投票とした。反対はしないで欲しいと思っている。事の性質上今後できるだけ多くの党・議員の理解を得るよう努力すると申し合わせた」(岩屋IR議連幹事長)。

- ・現在、賭博場の設置推進議論は適法ではないので、企業からの発信が限定的となっている模様。

アナリストの考え:意図的に前のめりのトーンが抑えられているので、株式市場の織り込みが足りていないのではないかと思う。審議入りとなれば買場に。

■今後の見通し

審議入りさえすれば推進法は成立へ。推進法成立後は政府が1年以内をめどに実施法の作成に取り組む(閣法へ格上げ)。その後、半年で特定複合観光施設区域、民間事業者の選定、その後、建設に2～3年。合計で2018か2019年に開業が最速イメージ。オリンピックという世紀の祭典までぎりぎり。

アナリストの考え:審議入りとなれば5-6月に推進法成立。合法化を受けて急速に企業からの発信が始まる可能性大。仕上がりよりも膨らんだかたちでの提案となり、相場になりやすい。観光相場に。

カジノを中心とした複合型リゾート施設の整備を政府に促す推進法案を同年12月に衆院に提出。今通常国会で6月ごろに審議入りの見通しだ。(中略)推進法が可決されれば、15年6月ごろに実施法が審議入り。さらに実施法が可決されれば、同年内にも地域を選定し、選ばれた自治体は即座に民間事業者を公募する段取りだ。(「＜観光新世紀 1000万人・世界水準への道＞34／第2部 高める誘致力／カジノ(上)／問われる沖縄観光像／議論急進展、知事に焦り」2014/04/09 琉球新報朝刊より抜粋)

カジノを含むIRとはホテルや国際会議場(MICE)を含む大規模施設

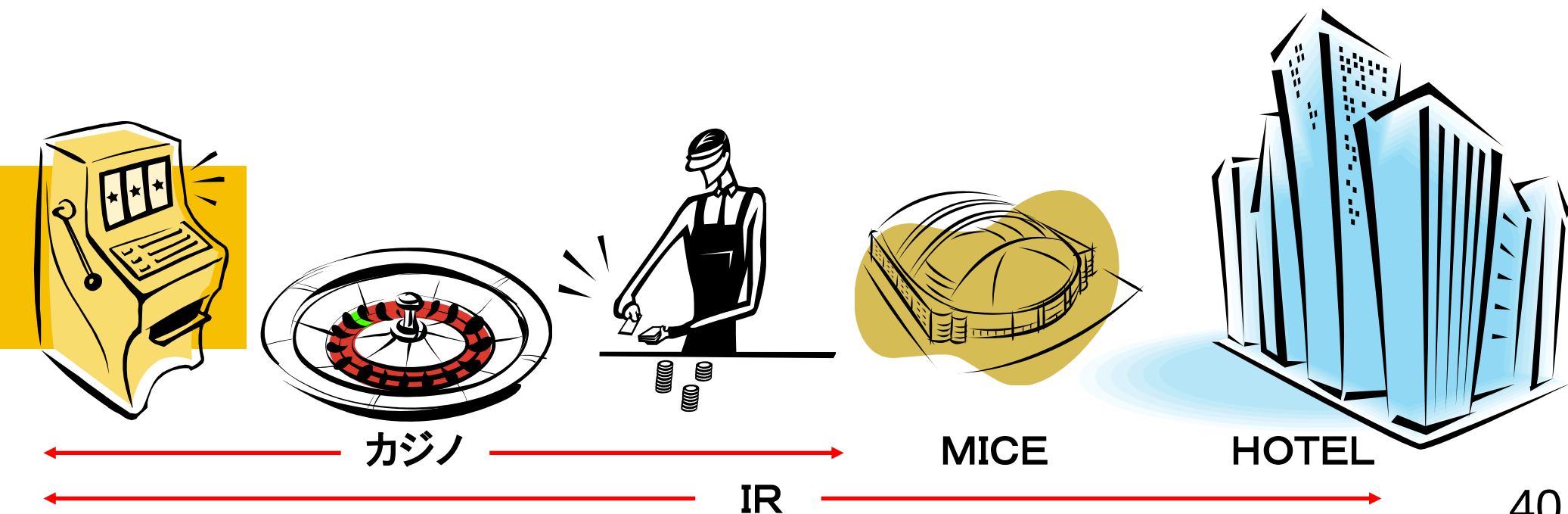
■ IRとは

IRというのは複合観光施設(Integrated Resort)のことで、カジノだけでなく大規模なホテルや大規模な国際会議場(MICE施設)などとのセットで構築されたものだ。

■ MICEとは

MICEとは、企業等の会議(Meeting)、企業等の行う報奨・研修旅行(Incentive Travel)、国際機関・団体、学会等が行う国際会議(Convention)、展示会・見本市、イベント(Exhibition/Event)の頭文字。一般の観光旅行に比べ参加者の消費額が大きいことが見込まれ、多くの集客交流が見込まれることでビジネスイノベーションが期待できる、経済効果が大きなビジネスイベントなどの総称。

出所:IR議連資料等から大和証券作成



カジノの市場規模は大きい。IR建設は大規模投資

アジア各国のカジノゲーミング市場の比較(グロスゲーミングレベニュー、2013年推定)

順位	国	カジノゲーミング 市場規模	カジノ市場が 各国GDPに 占める比率	カジノゲーミング市場の状況と今後の見通し
参考	日本(潜在市場)	1.2 - 1.9兆円	0.25 - 0.40%	国際型、地域型を含め、10カ所程度が稼働する段階
1	マカオ(中国)	4.5兆円	0.45%	中国の経済成長、政府の計画的な設備増強。今後も高成長持続へ
2	シンガポール	6,000億円	2.20%	2施設(MBS/RWS、2010年開業)が高稼働。今後はASEAN内の競争激化へ
3	オーストラリア	3,500億円	0.25%	1990年代より本格拡大。州毎の免許管理。安定推移へ
4	韓国	2,700億円	0.20%	東アジアで先行(外国人向け16、内国人向け1施設)。今後は東アジア内の競争に直面へ
5	フィリピン	2,000億円	0.90%	地元密着市場であったが、2010年より大型IR建設ラッシュ。ASEANの拡大、競争激化の核
6	マレーシア	1,800億円	0.60%	Resorts World Genting(1970年創業)が唯一の公認施設。ASEAN内の競争激化へ

出所: キャピタル&イノベーション株式会社、CASINO japan より大和証券作成

IR建設には都会型だと3000～5000億円の建設費。
 カジノの年間市場規模と比較して、建設費が巨額で経済効果が大きい。
 ex. 建設費: マリーナ・ベイ・サンズ約5000億円、セントーサ約4200億円

IRは国際観光振興のための観光資源

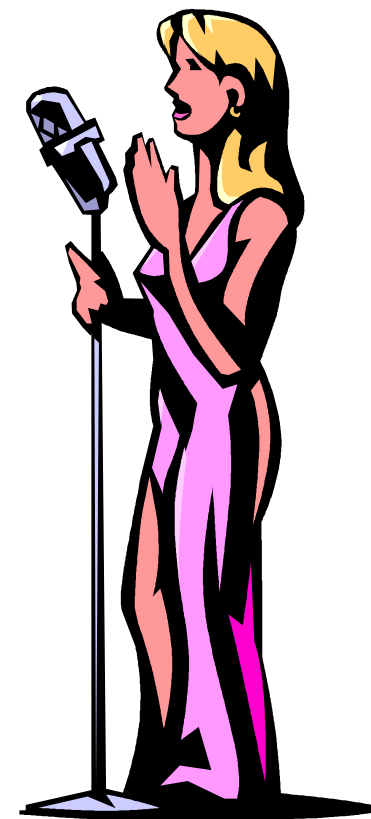
■ IR推進法案の目的

カジノを含む特定複合観光施設(IR: Integrated Resort)の整備の目的は、カジノ合法化ではなく、国際観光振興のために競争力のある観光資源を整備すること。

■ マジックショー、サーカス、アーティストショーなどショービジネスとも連携

デビット・カッパーフィールド、シルク・ドゥ・ソレイユ、セリーヌ・ディオン、ハウス・オブ・ダンシング・ウォーターなどが有名。日本なら、松任谷由美のコンサート、EXILEスタジオ、AKB劇場、よしもと劇場、木下大サーカスなどが常設されると思うとイメージしやすい。

出所: IR議連資料等から大和証券作成



ラスベガス型だとカジノ以外の売り上げも大きい

主要国のカジノゲーミング市場構造、施設数、売上構成比、税率

	米国	マカオ(中国)	シンガポール	韓国
カジノゲーミング市場 (グロス/2013年推定)	6.2兆円(商業施設 3.3兆円)	4.5兆円	6,000億円	2,700億円
今後の市場見通し	飽和 過当競争、収益低下	成長持続 適切な競争、高収益維持	ASEAN全体は高成長だが、 域内の競合激化へ	東アジア全体は成長だが、 域内の競合激化へ
対象市場	内国人中心	内国人中心。単一大型市場	ASEAN広域市場	東アジア広域市場
市場管理	州間、州内の競争激化	政府が総量管理	政府が総量管理	政府が総量管理
施設数	合計930施設以上	約35施設	2施設	17施設
	商業445施設			内国人1 / 外国人専用16
	ラスベガスストリップ			
施策売上高	カジノゲーミング 40%	カジノゲーミング 95%	カジノゲーミング 80%	Integrated Resortsではない
構成比(グロス)	ゲーミング以外 60%	ゲーミング以外 5%	ゲーミング以外 20%	ホテル併設カジノ
ゲーミング売上高	VIP15% / マス85%	VIP70% / マス30%	VIP50% / マス50%	内国人46% / 外国人54%
構成比(グロス)	テーブル30% / スロット70%	テーブル96% / スロット4%	テーブル80% / スロット20%	
	ネバタ州			外国人専用
ゲーミング課税	GGR課税 - 6.75%	GGR課税 - 39%	GGR課税 - VIP12% / マス22%	GGR課税 - VIP12%-14%
利益課税	利益課税 - 15%-39%	利益課税 - 0%	利益課税 - 7%	利益課税 - 20%-25%

出所: キャピタル&イノベーション株式会社、CASINO japan より大和証券作成

実施法検討は実質的に地域や参画企業の選定と並行に

■ IR実施法の考え方①

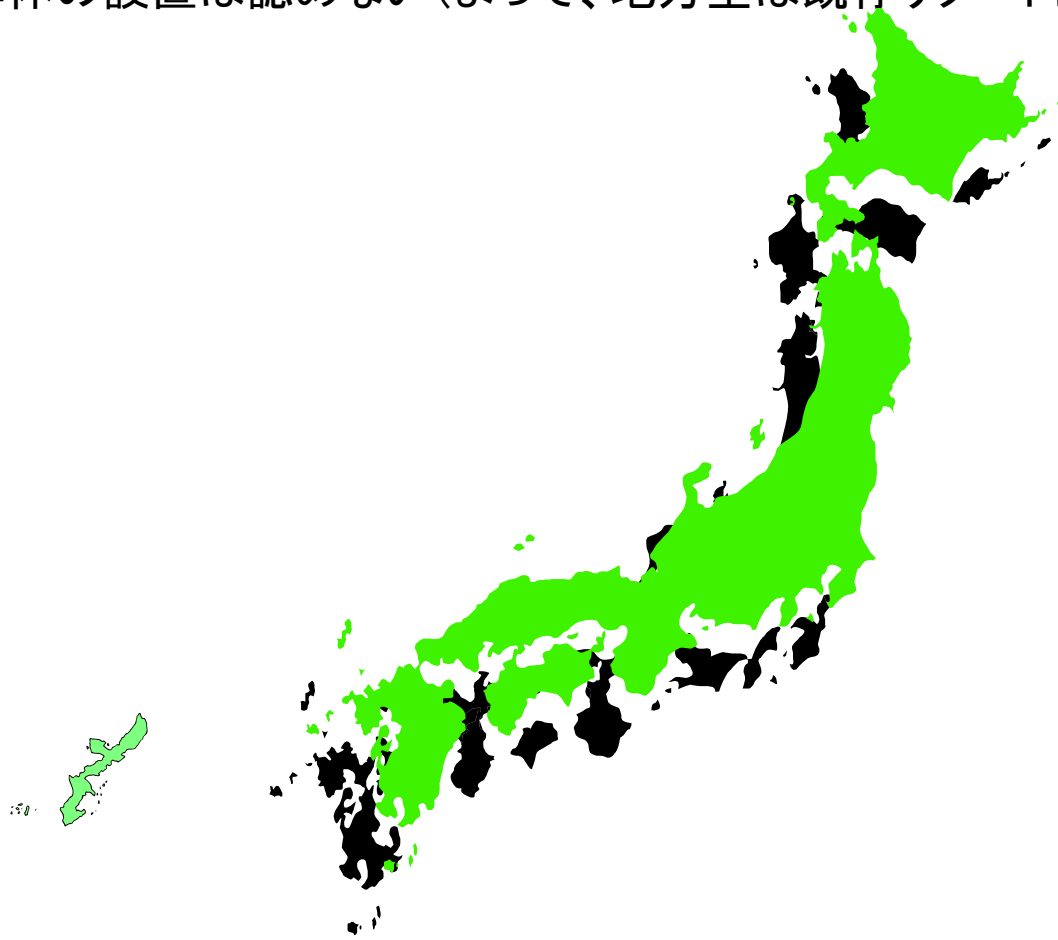
カジノは地方公共団体の申請に基づき国の認定を受けた区域(特定複合観光施設区域)にのみ設置できる。特定複合観光施設区域は、地方公共団体の構想を尊重する。**大都市型と地方型も。**

IRは、カジノ施設、会議場施設、宿泊施設等が一体となった施設で、民間事業者が設置運営する。カジノ単体の設置は認めない(よって、地方型は既存リゾートに追加設置となる可能性あり)。

出所:IR議連資料等から大和証券作成

ポイント

推進法成立後は政府が1年以内をめどに実施法の作成に取り組む(閣法へ格上げ)。その後、半年で特定複合観光施設区域、民間事業者の選定、その後、建設に2~3年。合計で2018か2019年に開業が最速イメージ。五輪までぎりぎりのスケジュールなので、地域や参画企業の選定と実施法は並行して検討へ。



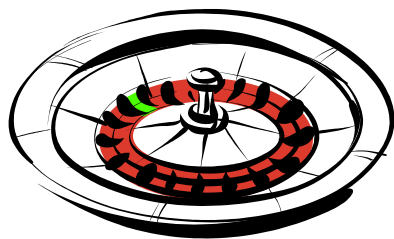
実施法検討は実質的に地域や参画企業の選定と並行に

■ IR実施法の考え方②

国は適切な監視を行う。このため内閣府の外局としてカジノ管理委員会を設置し、カジノ施設関係者、関連機器提供事業者に対する規制を行う(規制は「国際基準と同等」『IR実施法案に関する基本的な考え方』IR議連)。よって、実施法概要決定までは規制がネバダ州並みに厳しくなることも有り得ると考えられることがポイントに。

運営は海外の知見を活かし、それを国内業者が習得するために、JVが望ましいか。

出所:IR議連資料等から大和証券作成



マカオ



韓国



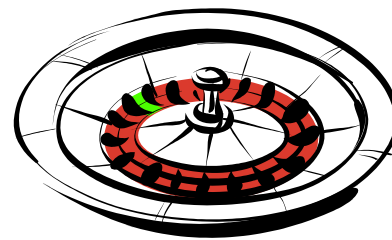
ラスベガス

カジノはスロットマシンが稼ぎ頭

シンガポール、マカオ、ラスベガスストリップのIntergated Resorts(カジノ含む)の収益構造(事業者平均、推移)

	サービス区分		売上げ構成比(グロス)	利益構成比(EBITDA)	利益率
	カジノゲーミング				
シンガポール 平均的な収益構造		VIP	40%	30%	20%
		マス & スロット	40%	60%	60%
		小計	80%	90%	50%
	ゲーミング以外		20%	10%	20%
	合計		100%	100%	45%
マカオ 平均的な収益構造	サービス区分		売上げ構成比(グロス)	利益構成比(EBITDA)	利益率
	カジノゲーミング				
		VIP	70%	40%	11%
		マス & スロット	25%	50%	30%
		小計	95%	90%	16%
	ゲーミング以外		5%	10%	30%
	合計		100%	100%	20%
ラスベガスストリップ 平均的な収益構造	サービス区分		売上げ構成比(グロス)	利益構成比(営業利益)	利益率
	カジノゲーミング				
		テーブル	15%	6%	15%
		スロット	24%	33%	60%
		その他	1%	1%	45%
		小計	40%	40%	40-45%
	ゲーミング以外	ホテル宿泊	23%	30%	70%
		レストラン飲食	20%	20%	40%
		エンタテインメント	7%	3%	30%
		ショッピング小売	5%	2%	35%
		その他	5%	5%	40%
		小計	60%	60%	45-50%
	合計		100%	100%	45-50%

出所: キャピタル&イノベーション株式会社、CASINO japan より大和証券作成



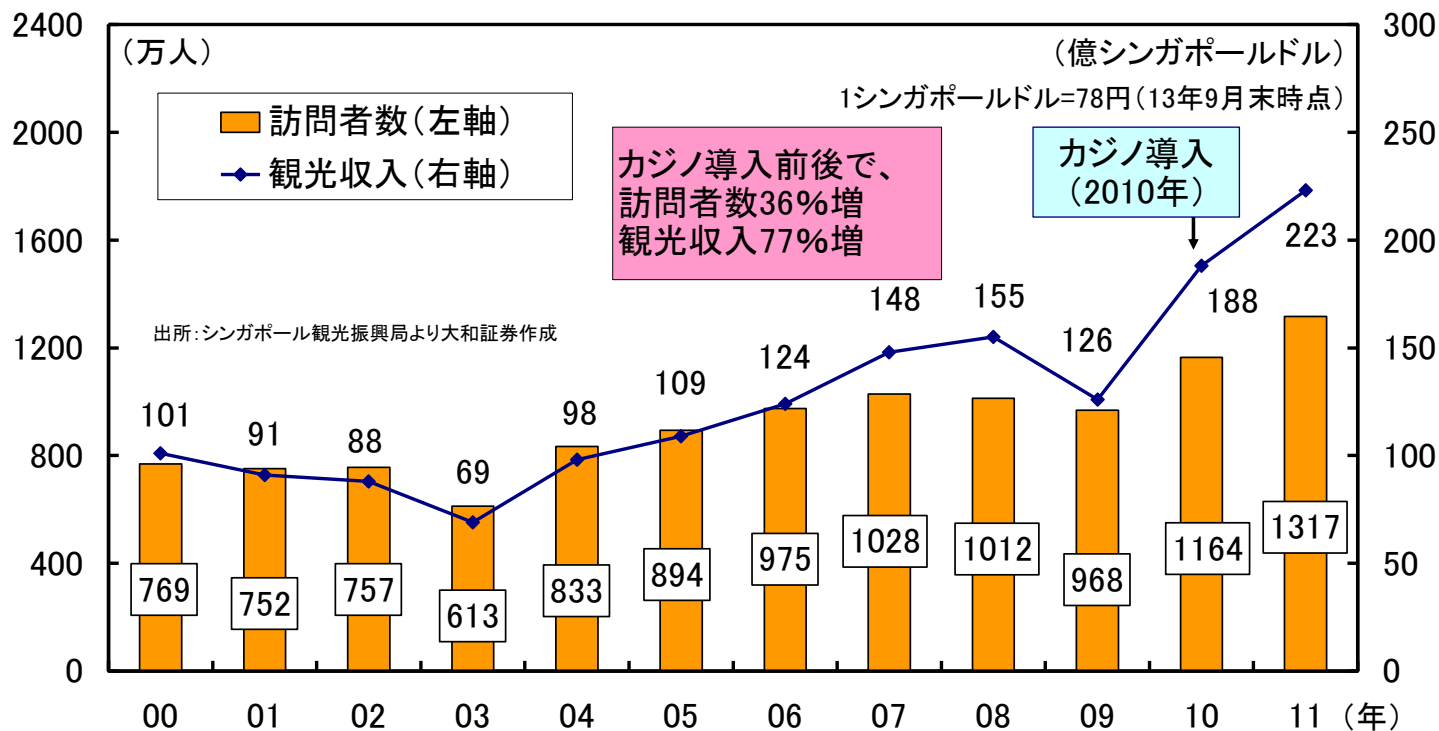
カジノの集客力は大い

台場MICE-IR、アジアの大型IR施設の収益規模の比較(単位:億円)

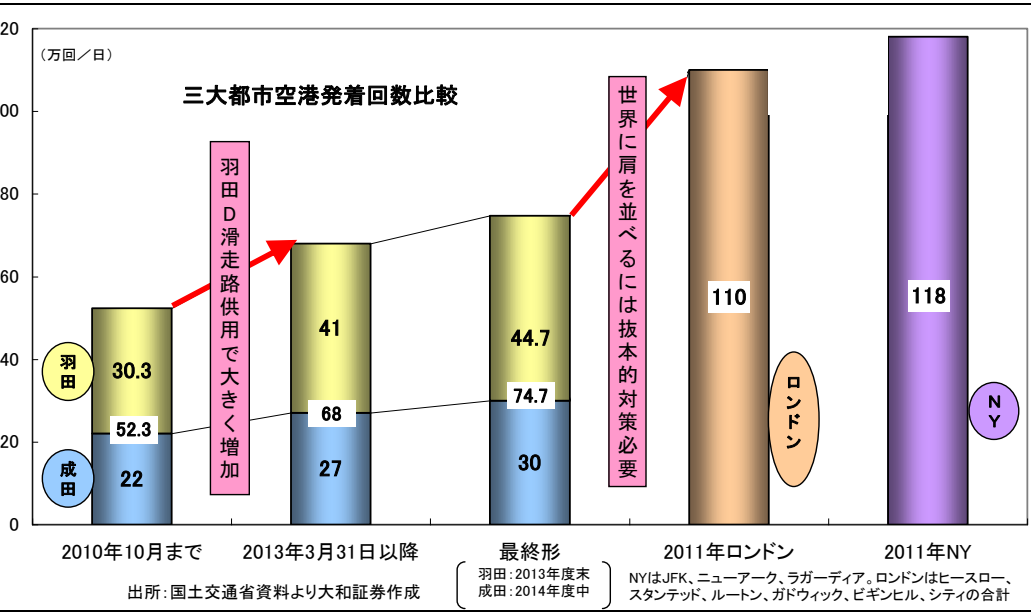
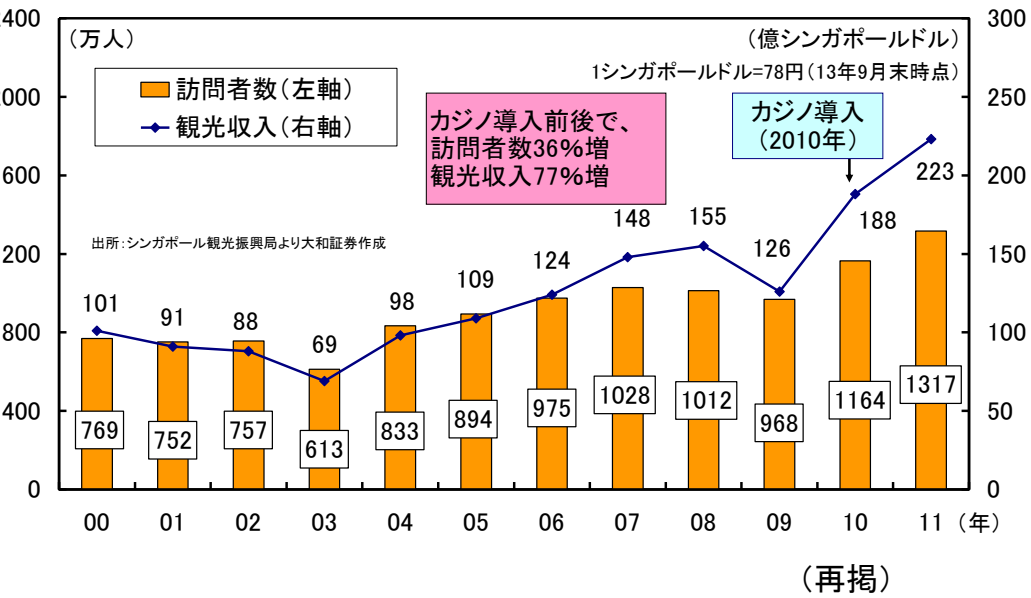
	台場MICE-IR		Marina Bay Sands		Resorts World Sentosa		The Venetian Macao	
		売上対比		売上対比		売上対比		売上対比
売上高	5,400	100%	3,000	100%	2,600	100%	3,200	100%
カジノゲーミング	4,500	83%	2,250	75%	2,000	77%	2,700	84%
ホテル宿泊	400	7%	250	8%	100	4%	250	8%
レストラン飲食	300	6%	200	7%	100	4%	100	3%
ショッピング小売	100	2%	300	10%	50	2%	150	5%
エンタテインメント、MICE	100	2%	-	-	350	13%	-	-
EBITDA	2,500	46%	1,500	50%	1,300	50%	1,200	38%

(台場MICE-IRは2020年度想定。比較対象施設は2013年推定)

出所:キャピタル&イノベーション株式会社、CASINO japan より大和証券作成



カジノ、円安、新幹線延伸、ホテル建て替えラッシュが観光を刺激



フル規格新幹線	起点	終点	営業キロ	開業年	状況	運営会社
東海道新幹線	東京駅	新大阪駅	552.6km	1964年	開業済み	JR東海
山陽新幹線	新大阪駅	博多駅	644.0km	1972年-1975年	開業済み	JR西日本
上越新幹線	大宮駅	新潟駅	303.6km	1982年	開業済み	JR東日本
東北新幹線	東京駅	新青森駅	713.7km	1982年-2010年	開業済み	JR東日本
北陸新幹線	高崎駅	長野駅	117.4km	1997年	開業済み	JR東日本
九州新幹線	博多駅	鹿児島中央駅	288.9km	2004年-2011年	開業済み	JR九州

ミニ新幹線	起点	終点	営業キロ	開業年	状況	運営会社
山形新幹線	福島駅	新庄駅	148.6km	1992年-1999年	開業済み	JR東日本
秋田新幹線	盛岡駅	秋田駅	127.3km	1997年	開業済み	JR東日本

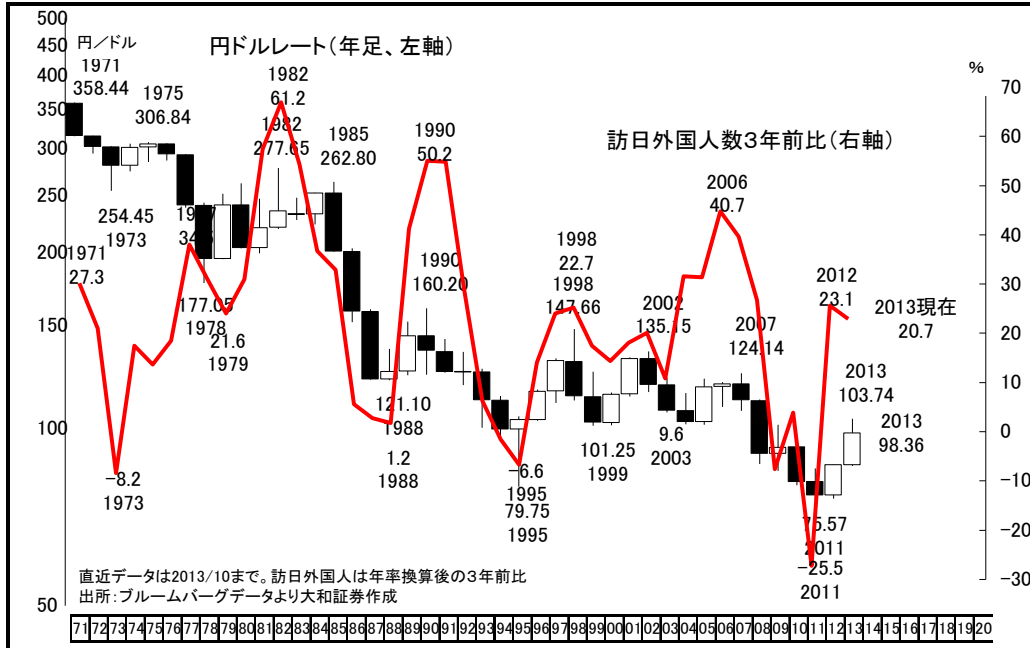
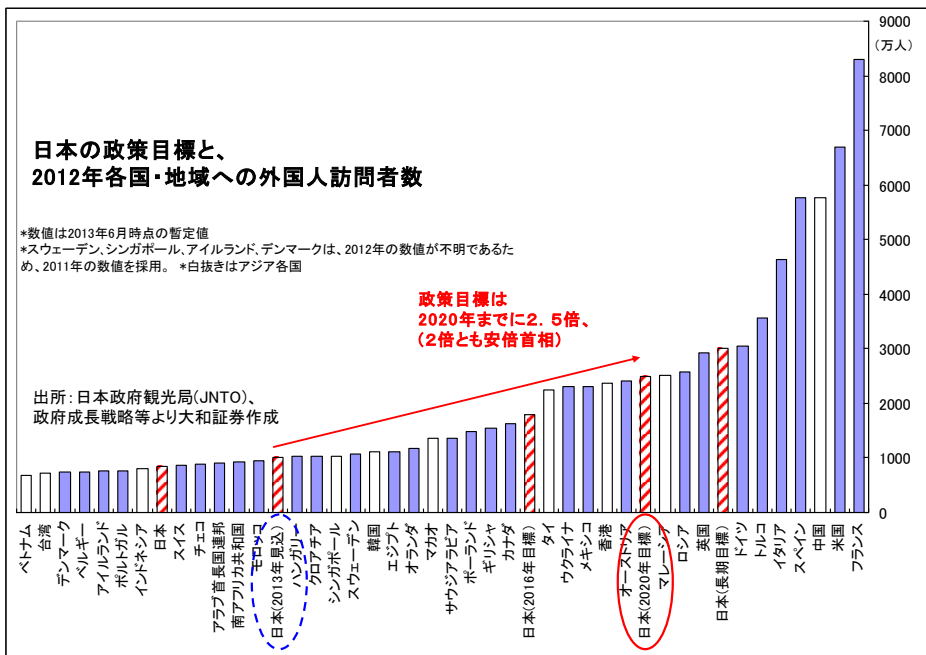
フル規格在来線	起点	終点	営業キロ	開業年	状況	運営会社
上越線(支線)	越後湯沢駅	ガーラ湯沢駅	1.8km	1990年	開業済み	JR東日本
博多南線	博多駅	博多南駅	8.5km	1990年	開業済み	JR西日本

整備新幹線	起点	終点	線路延長	開業見込み	状況	運営会社
北陸新幹線	長野駅	上越妙高駅	59.5km	2014年度	建設中	JR東日本
北陸新幹線	上越妙高駅	金沢駅	168.5km	2014年度	建設中	JR西日本
北海道新幹線	新青森駅	新函館駅	148.8km	2015年度	建設中	JR北海道
九州新幹線	武雄温泉駅	長崎駅	66.0km	2022年度	建設中	JR九州
北陸新幹線	金沢駅	敦賀駅	125.2km	2025年度	建設中	JR西日本
北海道新幹線	新函館駅	札幌駅	211.5km	2035年度	建設中	JR北海道
北陸新幹線	敦賀駅	(大阪市)	約127.7km		未着工	
九州新幹線	新鳥栖駅	武雄温泉駅	約51.3km		未着工	

リニア中央新幹線	起点	終点	線路延長	開業見込み	状況	運営会社
	品川駅	名古屋駅	286km	2027年	未着工	JR東海
	名古屋駅	新大阪駅	152km	2045年	未着工	

出所:各種資料より大和証券作成
 1955年:赤坂プリンスホテル(2011年閉店)、1960年:銀座東急ホテル(2001年閉店)、
 1961年:パレスホテル、1962年:ホテルオークラ、1963年:東京ヒルトンホテル(旧キャ
 ビトル東急)、1964年:東京プリンスホテル、ホテルニューオータニ、羽田東急ホテル
 2005年:東京プリンスホテルパークタワー、2010年:ザキャピタルホテル東急、2012年:
 パレスホテル東京、2013年:インターコンチネンタル大阪、ザ・プリンスさくらタワー東京
 、東京マリオットホテル
 2014年:ザ・リッツ・カールトン東京、コートヤード・バイ・マリオット東京ステーション、ア
 ンダーズ東京、コートヤード・バイ・マリオット新大阪ステーション、AMAN TOKYO
 2015年:フォーシーズンズ京都、ミレニアム三井ガーデンホテル東京
 2016年、プリンスホテル赤坂、星のや東京など
 *赤字は建て替えホテル(新旧)

日本の観光産業はとても小さい。政策次第で倍増の余地あり



世界の観光産業の経済規模

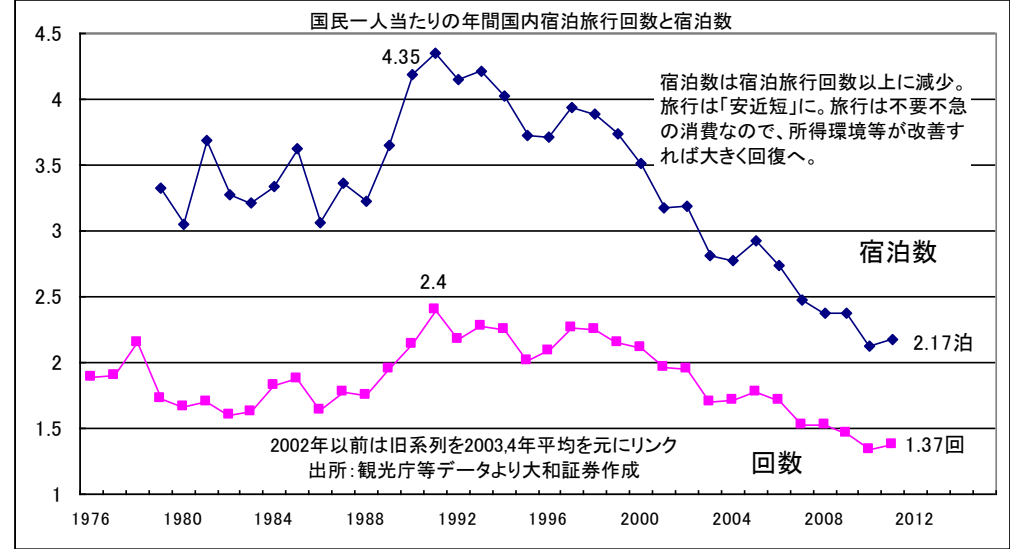
	観光産業GDP		観光産業による雇用	
	金額 (10 億ドル)	GDP全体に占める割合(%)	人数 (千人)	雇用者全体に占める割合(%)
世界計	5,474.0	9.4	219,810	7.6
北東アジア	1,053.7	9.4	70,509	8.0
東南アジア	155.1	10.1	23,230	8.5
中東	158.1	9.6	5,130	9.0
EU諸国	1,667.5	9.9	23,002	10.4
北米	1,601.1	9.6	21,129	10.4
アフリカ	128.8	—	14,388	—

出所: 経団連意見書を参考に『国際観光白書2009』より作成

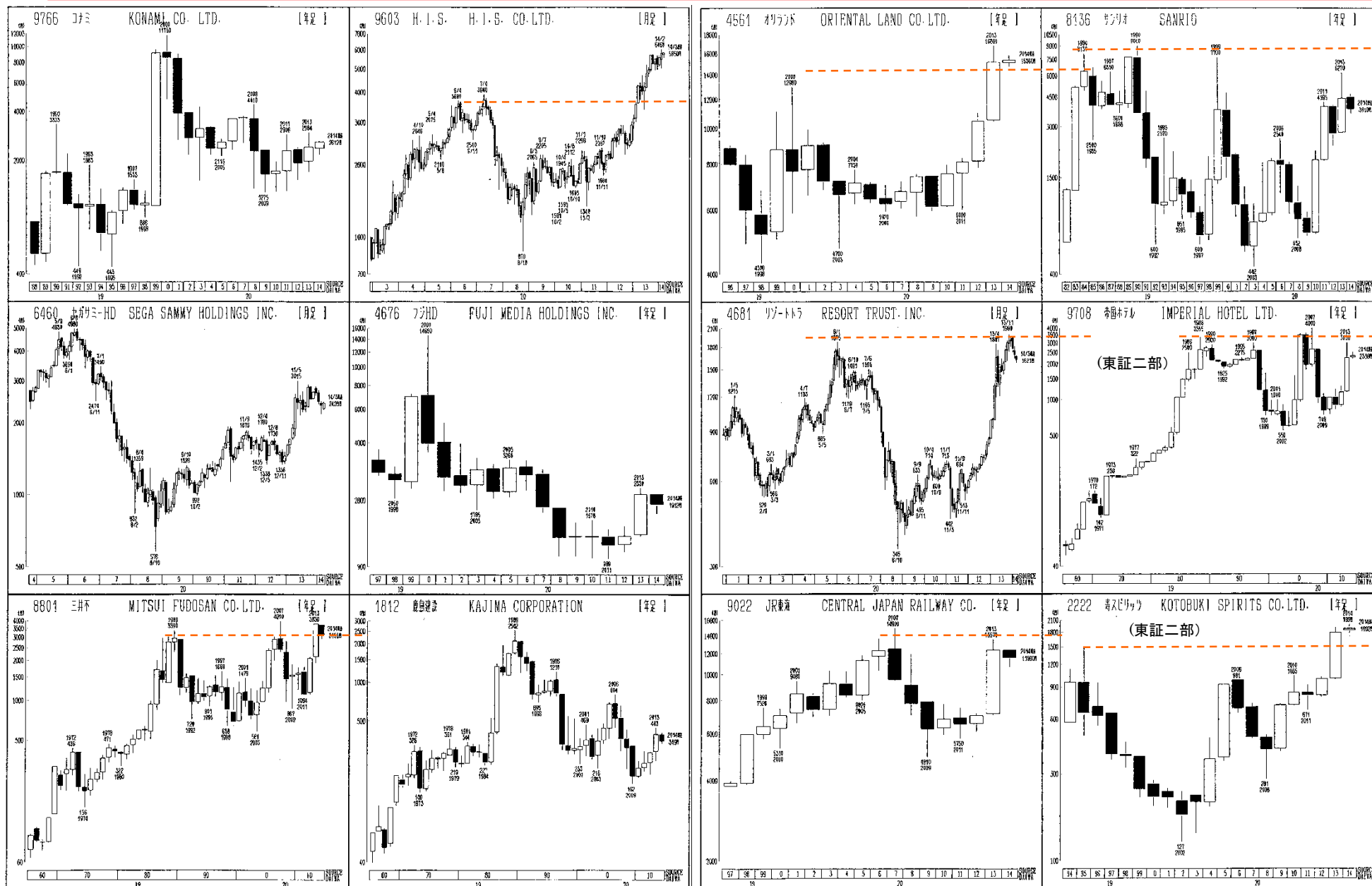
日本の観光産業の経済規模(2011年)

	観光産業GDP		観光産業による雇用	
	金額 (兆円)	GDP全体に占める割合(%)	人数 (万人)	雇用者全体に占める割合(%)
日本	23.7	5.0	397	6.2

出所: 『旅行・観光産業の経済効果に関する調査研究』(2011 年度版)より大和証券作成



観光関連株は一段高なら様変わりの銘柄が多い



年足、月足の別は上場時期など株価データの長さによる。出所：東京証券取引所データより大和証券作成

観光、カジノ関連銘柄リスト

訪日外国人観光客関連銘柄

銘柄名	コード	備考
ビックカメラ	3048	訪日旅行者増加による観光土産消費の増加
Jフロント リテイリング	3086	
三越伊勢丹HD	3099	
高島屋	8233	
松屋	8237	
ヤマダ電機	9831	
サンリオ	8136	
オリエンタルランド	4661	訪日旅行者増加によるサービス利用の拡大
一休	2450	
ワタベウエディング	4696	
JR東日本	9020	ビザ発給要件緩和に伴う訪日旅行者増加を要因とした収入増
JR西日本	9021	
JR東海	9022	
JAL	9201	
ANA	9202	
リゾートトラスト	4681	宿泊施設など
藤田観光	9722	
帝国ホテル	9708二部	
共立メンテナンス	9616	
寿スピリッツ	2222二部	地域ブランド菓子

カジノ(統合型リゾート)関連銘柄

銘柄名	コード	備考
フジ・メディア・HD	4676	カジノ(統合型リゾート)候補地関連
セガサミーHD	6460	
エイチ・アイ・エス	9603	
鹿島	1812	統合型リゾートに欠かせないショッピングモールの開発・運営
三井不動産	8801	
三菱地所	8802	
イオンモール	8905	
日本金銭機械	6418	スロットマシン、紙幣識別機
オーイズミ	6428	
グローリー	6457	
コナミ	9766	
ALSOK	2331	カジノは多額の現金を取り扱うため治安保全が必要
セコム	9735	
CSP	9740	
インターライフHD	1418 JQS	施設の設計・施工、イベントの企画など
イチケン	1847	
スペース	9622	
丹青社	9743	

出所:大和証券作成

筆者は観光関連株が本当に有望だと考えている。仏ミシュラン社の観光ガイドで三ツ星が付く見どころは、日本全国で100以上あるが、そのうち8割近くが東京以外だ。日本人にとって「わざわざ訪れる価値がある観光地(三ツ星の定義)」は全国に沢山ある。これを機に各地で観光地の整備が進めば、三ツ星観光スポットやそこへの旅行者が日本人・外国人を問わず増えよう。年間の観光消費額は現在20数兆円レベルだ。五輪招致を契機に観光を急成長させることは日本全体に大きな好影響がある。

**アベノミクス相場は今秋から年末が分岐点
～夏までは成長戦略・カジノに期待～**

開示事項

【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後6ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

- 1 (買い) =15%以上上回る
- 2 (アウトパフォーム) =5%～15%上回る
- 3 (中立) =±5%未満
- 4 (アンダーパフォーム) =5%～15%下回る
- 5 (売り) =15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200 指数

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、(株)大和証券グループ本社の子会社です。

【保有株式等について】

大和証券は、このレポートに記載された会社が発行する株券等を保有し、売買し、または今後売買することがあります。大和証券グループが、株式等を合計5%超保有しているとして大量保有報告を行っている会社は以下の通りです。(平成26年4月15日現在)

大豊建設(1822) エイジア(2352) ブロコリー(2706) サンセイランディック(3277) 星野リゾート・リート投資法人(3287) クリヤマホールディングス(3355) モブキャスト(3664) アバン
ト(3836) 日本一ソフトウェア(3851) セブテーニ・ホールディングス(4293) 西菱電機(4341) ラクオリア創薬(4579) メック(4971) JCU(4975) MORESCO(5018) 日本ヒューム(5262) ジオ
スター(5282) ジャパンパイル(5288) 中山製鋼所(5408) オーナンパ(5816) ライドオン・エクスプレス(6082) レオン自動機(6272) 日精エー・エス・ビー機械(6284) オカダアイオン
(6294) タカトリ(6338) アネスト岩田(6381) 加藤製作所(6390) 福島工業(6420) 田淵電機(6624) サン電子(6736) 共和電業(6853) 三社電機製作所(6882) アストマックス(7162) ニホ
ンフラッシュ(7820) ニッピ(7932) 大興電子通信(8023) マネーパートナーズ(8732) エリアリンク(8914) 大和証券オフィス投資法人(8976) ファーストエスコ(9514) セレスポ(9625)
DTS(9682) 帝国ホテル(9708) 丸紅建材リース(9763) (銘柄コード順)

【主幹事を担当した会社について】

大和証券は、平成25年4月以降下記の銘柄に関する募集・売出し（普通社債を除く）にあたり主幹事会社を担当しています。

大豊建設(1822) 大和ハウス工業(1925) ミクシィ(2121) ジャパンベストレスキューシステム(2453) 東京エレクトロンデバイス(2760) ファーマライズホールディングス(2796) 横浜冷凍
(2874) 物語コーポレーション(3097) ANAP(3189) サムティ(3244) プレサンスコーポレーション(3254) 大和ハウスリート投資法人(3263) アクティビア・プロパティーズ投資法人(3279)
オープンハウス(3288) SIA不動産投資法人(3290) ヒューリックリート投資法人(3295) クリエイト・レストランツ・ホールディングス(3387) イーブックイニシアティブジャパン(3658)
enish(3667) コロプラ(3668) 日本一ソフトウェア(3851) 朝日印刷(3951) オンコセラピー・サイエンス(4564) シーボン(4926) 神戸製鋼所(5406) ウチヤマホールディングス(6059) アメ
イズ(6076) エスクロー・エージェント・ジャパン(6093) パンチ工業(6165) ナブテスコ(6268) サン電子(6736) シャープ(6753) 共和電業(6853) イマジカ・ロボット ホールディングス
(6879) 三社電機製作所(6882) ノジマ(7419) アズワン(7476) ワキタ(8125) サンワテクノス(8137) 長野銀行(8521) 愛媛銀行(8541) 東祥(8920) エフ・ジェー・ネクスト(8935) 日本
ビルファンド投資法人(8951) オリックス不動産投資法人(8954) 平和不動産リート投資法人(8966) トップリート投資法人(8982) 大和ハウス・レジデンシャル投資法人(8984) ジャパン・ホ
テル・リート投資法人(8985) バイテック(9957) (銘柄コード順)

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに
記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了
承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

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う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700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、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動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、損失を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、損失を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販売手数料および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を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
 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