



## 新興国株式指数における中国

ディアナ・ジェリック  
新興国株式  
プロダクト・スペシャリスト

2024年3月

“中国の構造的な見直しには疑問符がつきますが、多くの新興国に対しては投資すべき力強い根拠があります”

### 要約

- 中国株式市場は近年、新興国株式全体を大幅にアンダーパフォームしています。これは主に、債務（Debt）、デフレ（Deflation）、デカップリング（Decoupling）、人口動態（Demographics）の4つの「D」に関する課題を踏まえた、長期的な成長軌道に対する懸念によるものです。
- 構造的な問題は確かに存在しますが、非常に低いバリュエーションと、さらなる政府による支援策を考慮すると、中国の短期的なパフォーマンス改善の可能性を過小評価すべきではないと考えています。
- 中国株式のアンダーパフォームの結果として、新興国株式指数の構成は多様化し、中国のウェイトは2020年の44%から現在の25%にまで低下しました<sup>1</sup>。また、新興国株式ベンチマークでは、中国と香港の時価総額に対して、それ以外の上位7か国の時価総額が上回る状況となっています。この傾向は今後も続く予想しており、それは、新興国株式の資産クラス全体の魅力向上につながるはずです。
- 中国の低迷を受けて、「中国を除く新興国株式」という戦略への関心が高まっています。中国の構造的な見直しには疑問符がつきますが、多くの新興国に対しては投資すべき力強い根拠があります。

<sup>1</sup> MSCI

## 中国株のパフォーマンスを振り返る

過去10年を振り返ると、中国株式市場は 2021年2月までは多くの新興国市場をアウトパフォームしましたが、その後は大幅なアンダーパフォームが続いています（図表 1）。

2020年のピーク時には、MSCI新興国株式指数における中国のウェイトは44%にまで達しました。それゆえに、過去3年間の中国株式の下落は新興国株式全体のパフォーマンスに大きな影響を与えています（図表2）。

中国以外では、多くの新興国株式市場がファンダメンタルズの大幅な改善と構造的な追い風により好調に推移しています（図表3）。また、新興国の通貨も好調で、先進国を上回るパフォーマンスを見せています。これは、FRBの積極的な利上げサイクルを考慮すると、心強いことと言えます。FRBの利上げは、歴史的に見て新興国の株式市場と通貨市場の低迷を引き起こしてきたからです。

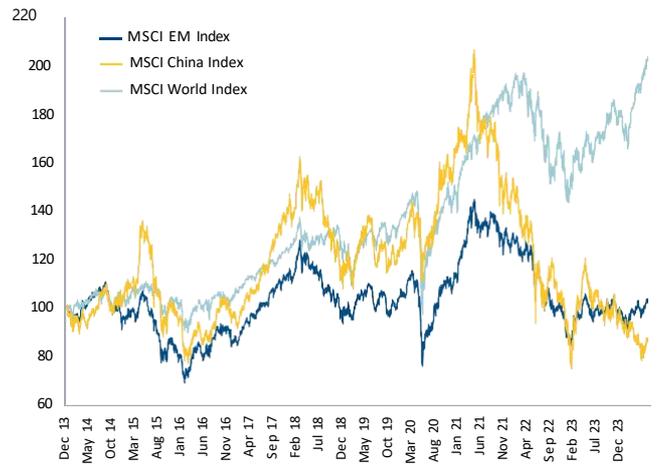
## 中国の低迷の原因は何か？

1978年の経済改革以来40年にわたる急速な発展を経て、中国は2020年、生産性重視の内需主導型成長モデルへの転換を通じ、成長のペースよりも質を重視する経済への転換を開始しました。

これは、中国が次の段階の発展を達成し、「中所得国の罠」から脱却するために必要な前向きな転換です。しかし、政策決定はこれまでのところ効果がなく、近年の株式市場の低迷と投資家の信頼低下の主な要因となっています。特に、テクノロジーから不動産業界に至るまで政府の規制取り締まりの速さと厳しさは、多くの人々を驚かせる結果となりました。

さらに最近では、中国の成長性と、債務、デフレ、デカップリング、人口動態に関する構造的な懸念が、低迷の主な原因となっています。

図表 1：中国、新興国、先進国株式の10年パフォーマンス



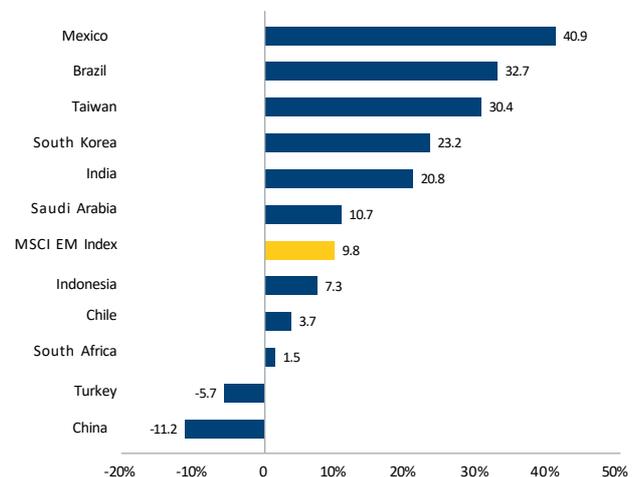
出所：Bloomberg、2024年3月

図表 2：中国、中国以外の新興国、先進国株式の短期的なパフォーマンス



出所：MSCI、2024年2月

図表 3：MSCI新興国インデックスの国別パフォーマンス（2023年）



出所：ブルームバーグ、2023年12月、米ドル建て



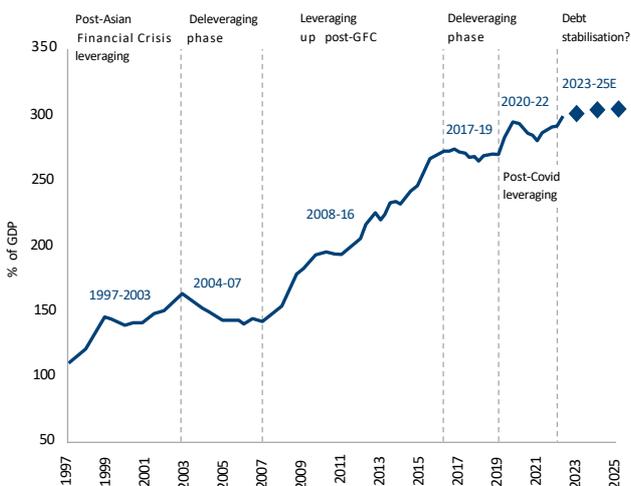
## 債務（Debt）

過去10年間、中国の債務残高対GDP比は急速に上昇しました。その主な原因は、2008年の世界金融危機を契機に、主に国有企業に向けられた4兆人民元の信用供与による景気刺激策によるものです<sup>2</sup>。債務の増大は過剰投資と過剰生産能力につながりました。企業が債務削減に転じたのは、政府が工業生産能力を合理化するための供給側の構造改革を開始した2017年になってからです。その結果、2017年から2019年にかけて債務残高対GDP比は安定しました。しかし、2020年のパンデミックに対応するための景気刺激策により、債務比率は再び急上昇することとなりました（図表4）。

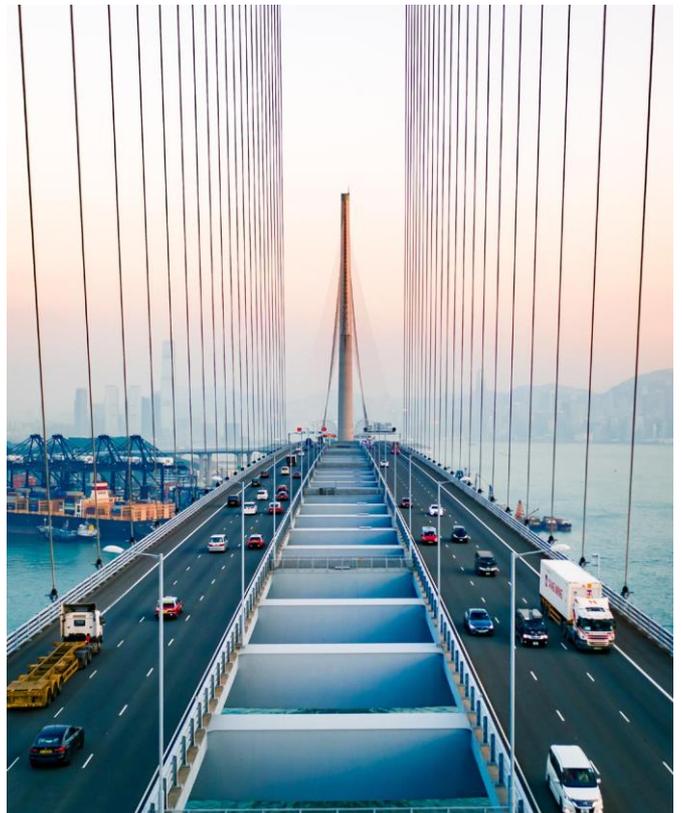
**“私たちの見方では、貯蓄を消費に振り向ける可能性を踏まえると、民間消費が経済成長の次の重要なエンジンになると思われます。”**

今後、中国の成長にとって重要な課題は、経済構造を消費型に転換し、かつての投資主導モデルから脱却することです。中国の家計消費はまだGDPの39%にとどまっています。さらに、中国の家計貯蓄率は約40%と、日本の8%、米国の12%に比べて依然として高い水準にあります<sup>3</sup>。これは主に、中国の家計への政府給付が少ないためです。中国の社会給付支出が32%と、他の国と比較して低いことが反映されています。インドは44%、米国は67%です<sup>4</sup>。したがって、新しいモデルへの持続的な移行には、中国が経済成長の質の向上を継続的に進めるとともに、家計がマイクロレベルで消費と貯蓄のバランスを調整できるように社会福祉分野の改革を進めることが必要なのです。

図表 4：中国の債務残高対GDPの推移



出所: UN Comtrade, BIS data, Morgan Stanley Research, JPMorgan Research, 2023年10月



もうひとつの問題は、経済が不動産セクターに過度に依存していることです。不動産は中国のGDPの30%近くを占め、この指標に寄与する唯一にして最大の要因となっています。さらに、過去10年間、中国の地方政府の歳入の40~50%は土地の販売に依存してきました<sup>5</sup>。しかし、不動産市場が低迷に転じた2020年、この状況は変化し始めました。この構造転換は、中国が不動産市場に過剰投資した結果、需要と供給のバランスが崩れたことに起因しています。かつて「不動産ブーム」を経験した米国や日本などに見られたように、2020年以前の中国の不動産市場の成長は持続可能なものではなかったということです。

短期的には、不動産に関する見通しは政策に大きく左右されます。しかし、長期的な視点で見れば、中国における不動産の経済的な影響は徐々に小さくなっていくと思われます。これは中国の将来のGDP成長率を下押しするかもしれません。しかし、不動産セクターは中国で最もレバレッジの高い産業の1つであるため、この構造変化は中国のレバレッジ解消プロセスを加速させる可能性があります。私たちの見方では、貯蓄を消費に振り向ける可能性を踏まえると、民間消費が経済成長の次の重要なエンジンになると思われます。

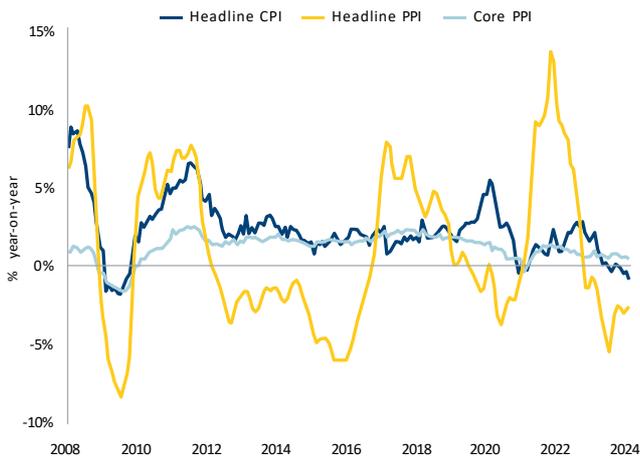
<sup>2</sup> [China pledges largest-ever economic rescue package |South China Morning Post](#)

<sup>3</sup> [Household savings \(OECD data\)](#)

<sup>4</sup> BEA, China National Bureau of Statistics, WIND, MoF, IMF, Macquarie Macro Strategy, 2023年10月

<sup>5</sup> China National Bureau of Statistics, CEIC, Gavekal Dragonomics, Goldman Sachs Global Investment Research, 2023年10月

図表 5：中国のインフレ動向（%、前年比）



出所: China National Bureau of Statistics, CLSA、2024年1月

## デフレ（Deflation）

もうひとつの重要な懸念は、中国が1990年代に日本が経験したような債務デフレスパイラルに陥る可能性です。この時期、日本は持続的なデフレ、債務残高対GDP比の上昇、1人当たりGDPの停滞に直面しました。

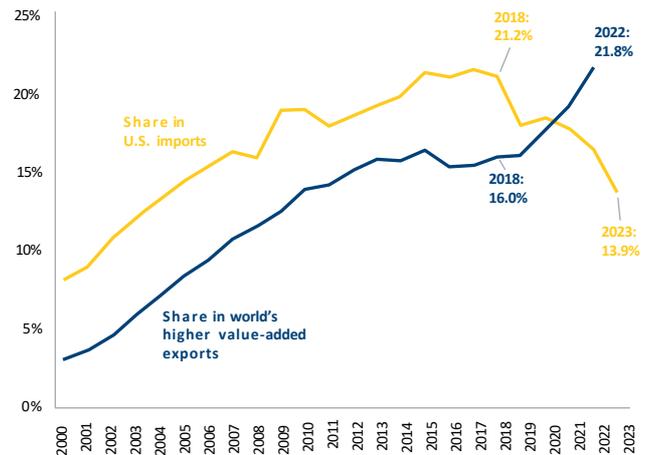
歴史が繰り返されるかどうかは、「日本化」のリスクを軽減するための中国の戦略にかかっています。デフレ期待が定着するのを防ぐには、総需要刺激策によってインフレ率を高める必要があります。さらなる金融緩和も経済を刺激することができるでしょう。中国の現在の実質金利が他の新興国や米国よりもかなり高いことを考えると、金融緩和の余地はまだあると考えられます。

政府は今のところ大規模な景気刺激策を導入していませんが、昨年からの景気回復を支援するために段階的な緩和策が行われています。政策展開のペースは、2014年から16年の緩和サイクルと同様、漸進的なものにとどまる可能性が高いと見られています。とはいえ、政府が債務とデフレの連鎖問題への対策を強化する方向に向かっていることはプラス材料といえるでしょう。

## デカップリング（Decoupling）

2018年に米中貿易戦争が始まって以来、中国の対米輸出は大幅に減少しました。米国の輸入総額に占める中国製品の割合は、2018年の21.2%から2022年には16.5%に低下しました。同期間中、世界の高付加価値製品に占める中国のシェアは16.0%から21.8%に増加しました（図表6）。この変化は、中国がローエンドの製造業から高付加価値製品製造への移行を進めていることを反映しています。この移行は、産業の高度化、技術の導入、労働力の技能向上によって促進されてきました。

図表 6：中国の対米・対世界輸出シェア（12ヵ月移動平均）



出所: UN Comtrade, Morgan Stanley Research、2023年12月。  
高付加価値製品は、World Customs organisationの定義にもとづく。

米国との地政学的緊張の高まりと関税障壁の導入は、サプライチェーンの分散をもたらしました。多国籍企業が生産拠点を他の新興国に移転するケースも増えています。サプライチェーンの移転が進んだ結果、中国の投資総額に占める海外直接投資の割合が低下したことは、中国自身が国内資本やその他の資本を利用して生産能力を拡大する必要があることを意味します。これは中国の経済構造の力学における大きな変化です。一方、多くの中国企業は関税を回避し、コストを削減するために、中国国外に製造施設を設立、または設立の検討を行なっています。結果として、これは中国からの高付加価値製品輸出の長期的な原動力となる可能性があります。輸出先の分散、そして他の新興国からの需要の高まりは、貿易摩擦による米国とEUの中国製品に対する需要縮小を相殺することができるかと私たちは考えています。

**“中国の現在の実質金利が他の新興国や米国よりもかなり高いことを考えると、さらなる金融緩和の余地はまだあると考えられます。”**

労働集約的で付加価値の低い分野を中心に、サプライチェーンが中国から他の労働コストの低い新興国に継続的に移転すると予想されます。しかし、より長いサプライチェーンを持つ高付加価値産業は、中国の産業エコシステム、整備されたインフラ、高い労働効率を考慮すると、中国にとどまる可能性が高いと思われます。また、多国籍企業にとって、中国は製造拠点であるだけでなく、魅力的な消費市場でもあることにも留意しなければなりません。したがって、中国を戦略的市場と見なす国際的企業は、「中国で中国のために」という戦略を採用する可能性が高いと考えています。

## 人口動態 (Demographics)

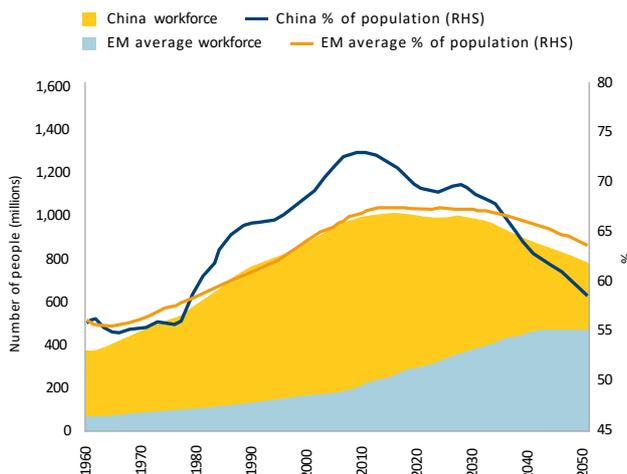
中国の人口動態の悪化は、ますます重大な懸念となっています。2022年、中国の人口は60年ぶりに減少し、長期的な人口減少が始まりました。この人口動態の変化は、出生率の低下と急速な高齢化によって引き起こされています。

新興国諸国の平均水準と比較すると、中国の人口動態はあまり魅力的とは言えません。中国の生産年齢人口は2010年にピークを迎え、2020年から2050年にかけて平均0.8%の割合で減少すると予測されています。これは全人口の0.5%よりも速いペースです（図表7）。さらに、65歳以上の人口は2050年までに倍増すると予想されています。高齢化と労働人口の減少は、社会保障費の増大と熟練労働者の不足につながる可能性があります。さらに重要なことは、これが長期的な経済成長の足かせとなる可能性があるということです。

### “2022年、中国の人口は60年ぶりに減少し、長期的な人口減少が始まりました。”

こうした人口動態の逆風に対抗するため、中国では製造業の自動化が加速しています。2021年には、中国が大型産業用ロボットの世界導入台数の半分近くを占めるようになりました。中国の労働人口は減少しているものの、その質は、主に2000年代初頭からの大学入学者数の拡大によって大幅に向上しています。この変化は、中国の経済と産業における重要な進化を意味します。

図表 7: 生産年齢人口 - 中国対新興国平均



出所: UN, Goldman Sachs Global Research, 2023年10月  
労働力と生産年齢人口は各国のGDPで加重。生産年齢人口は、15-64歳。



労働の質の向上は、高水準の自動化と相まって、より大きな経済的投入を意味し、労働量の減少がもたらす影響を相殺する可能性があります。さらに重要なことは、労働生産性の向上を通じて、生産性の高い経済を実現するための強固な基盤の構築につながることです。現在、世界的に最も低い水準にある定年退職年齢の段階的引き上げなどの改革も、労働供給を増加させ、今後数年間の成長を押し上げるのに役立つ可能性があります。

こうした措置が、中国が長期にわたって経済成長を維持するのに十分かどうかは、まだわかりません。しかし、韓国や日本のような先進国と比較すると、労働者1人当たりの相対的な生産性には、中国にはまだかなりの改善の余地が残されています。このことは、労働生産性が今後さらに先進国に近づいていく可能性を示唆しています。

### 短期的な投資機会とは？

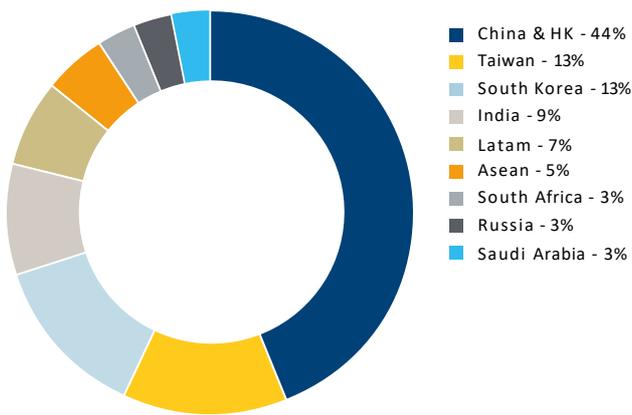
中国はいくつかの構造的な課題に直面していますが、現状では悲観的になりすぎないことが重要だと考えています。中国の絶頂期であった数年前を思い返せば、当時は多くの投資家が中国の将来性を過度に楽観視し、バリュエーションも極端に高くなっていったと感じられました。私たちは今、もう一方の極にいます。

また、指導部が姿勢を変え、民間部門や経済に対してより前向きになっている兆しも見え始めています。金融・財政支援も拡大し、当局はテクノロジーなどのセクターにおける抑制的な政策を一部撤回し始めています。

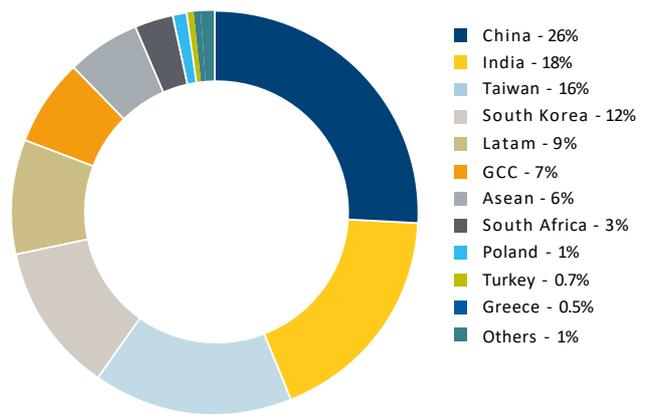
今日見られるような極めて低いバリュエーションとアンダーウエイトの投資家のポジショニングと相まって、当面の中国株式市場には上昇の可能性があると考えています。

図表 8: MSCI新興国株式インデックスは分散化

2020年10月



2024年1月



出所: MSCI, Bloomberg, 2024年1月

### 新興国市場に広がる投資機会

中国が直面している長期的な課題の結果として、投資家が中国を除く新興国株式という資産クラスへの関心を高めています。投資家は、新興国市場全体の魅力的な構造的成長ストーリーへのエクスポージャーを得たいと考えていることが背景にあります。

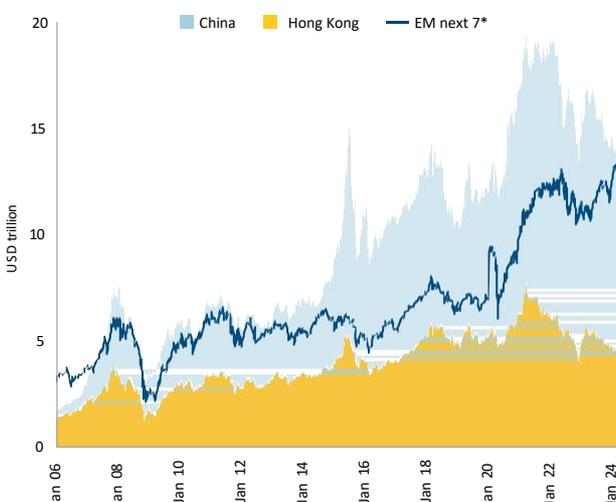
中国株式低迷のもう一つの結果は、新興国株式指数の分散が進んだことです。中国のアンダーパフォームの結果、MSCI新興国株式指数に占める中国のウェイトは2020年のピーク時の44%から現在は25%に低下しました。3年前の指数は非常に偏っていましたが、現在は分散が進んでいます。インドは18%に増加し、ロシアはベンチマークから外れ、湾岸諸国（GCC、湾岸協力理事会加盟国）は7%に迫り、ラテンアメリカの9%にそれほど差はなくなっています（図表8）。

新興国株式全体としては投資機会が拡大しており、中国を除く上位7カ国の時価総額は、2007年以来初めて中国と香港を上回りました（図表9）。

**“3年前のインデックスは非常に偏っていましたが、現在は分散が進んでいます。”**

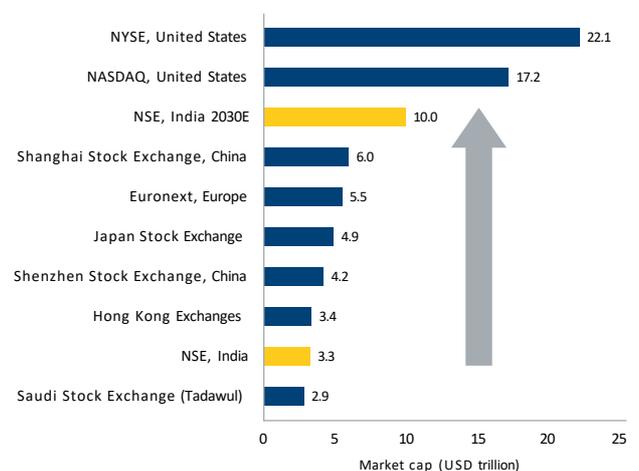
特にインドは指数に占める割合が大きくなりつつあり、現在の5位から2026年には世界第3位の経済大国になる可能性があります。新規株式公開（IPO）や上場準備中のユニコーンも続々と登場していることから、インドの株式市場もこの影響を受け、2030年には上海を抜いて世界第3位になると予想されています（図表10）。

図表9: 株式時価総額



出所: CLSA, Bloomberg, 2024年1月  
\*Brazil, India, Indonesia, South Korea, Mexico, Saudi Arabia, Taiwan.

図表10: インドは2030年までに第3位の株式市場になると予想される



出所: Statista, Morgan Stanley Research estimates, 2022年11月

インドの目覚ましい発展の重要な原動力は、2014年以降、モディ首相の下で実施された構造改革であり、これによってこれまでのボトルネックの解消、インフラの改善が進み、国内でのビジネスのしやすさが大幅に改善しました（図表11）。

**“経済的にも、中国と比較して製造コストや労働コストが大幅に低いメキシコで製造することは理にかなっています。”**

ベンチマークの進化とともに、ベトナムの新興国株式指数への組み入れや、ASEANや中南米などその他の市場が重要性を増すことが予想されます。再グローバル化と脱炭素化のトレンドもこの追い風となっています。

特にメキシコは、地政学的緊張によって米国が地理的に近く、政治的に連携している同盟国を求めようになり、再グローバル化の流れによる新たな投資の波の恩恵を受けています（図表12）。

地政学に加え、経済的にも、中国と比較して製造コストや労働コストが大幅に低いメキシコで製造することは理にかなっています（図表13）。

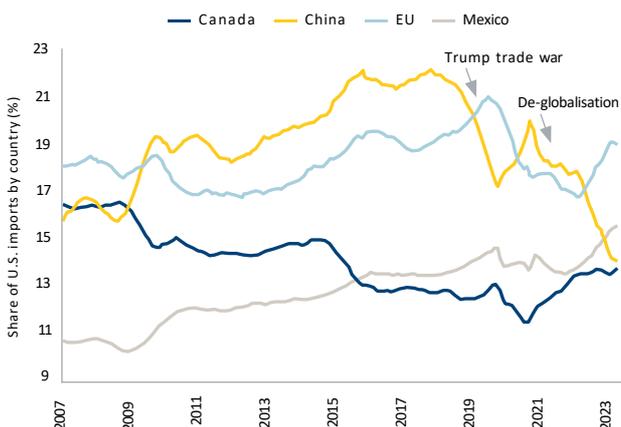


**図表11：世界銀行の「ビジネスのしやすさ指数」でインドが急上昇**



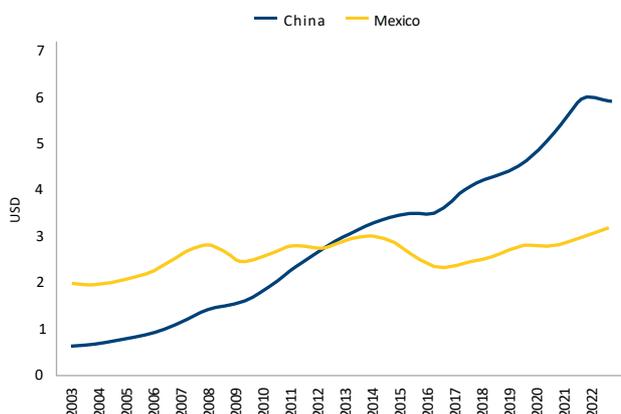
出所: World Bank data (2005-2019)、2023年  
2021年時点でthe World Bankは指数の算出を停止し、計算方法の見直しを行っている。

**図表12: 米国でシェアを失う中国と、恩恵を受けるメキシコ**



出所: Census Bureau, Haver Analytics, RBC GAM、2023年11月  
注: 輸入の12カ月移動平均

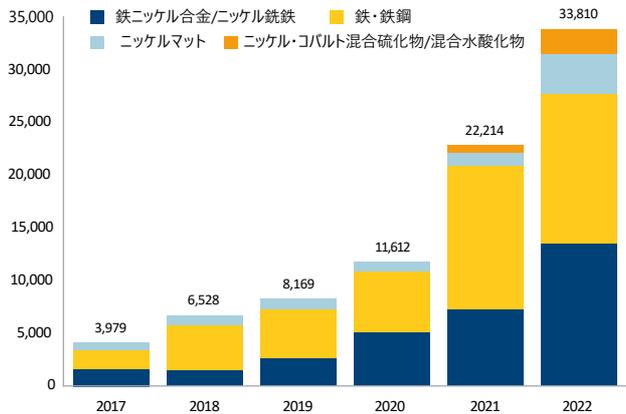
**図表13：製造業の時間当たり人件費：中国、メキシコ**



出所: Bloomberg, INEGI, National Bureau of Statistics of China, World Bank, BTG Pactual、2023年

© Statista、2023年

図表14: インドネシアは採掘から付加価値製品にシフト  
- ニッケル川下製品の輸出の大幅増加

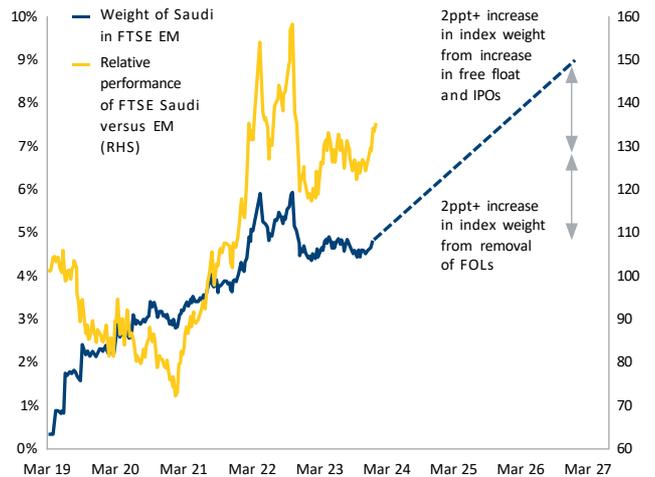


出所: Macquarie Research, 2022年12月

インドネシアもまた、海外直接投資のターゲットとなっています。世界最大のニッケル埋蔵量を誇る同国は、原料ニッケル鉱石の輸出を禁止し、産業活動の川下化を進めることで、EV用電池製造の主要拠点としての地位を確立しようとしています<sup>6</sup>。これは、脱炭化水素の時代において有利な立場を確立することになります（図表14）。

湾岸諸国（GCC、湾岸協力理事会加盟国）も現在検討されているIPO（株式の新規上場）によってベンチマークのウェイトが大幅に上昇することが期待される地域です。特にサウジアラビアでは、多様化と、持続可能で豊かな経済に向けた改革が見られます。非石油経済に向けた産業多角化が、この変化の勢いを支える重要な原動力となっています（図表15）。

図表15: 新興国におけるサウジアラビアのウェイトの予測

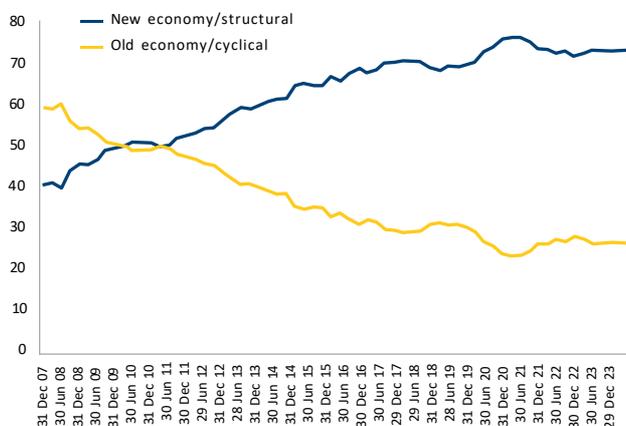


出所: HSBC, FTSE, 2024年1月

また、セクター別の観点からも指数の進化が見られます。歴史的に、新興国株式は資源産業と強く関連し、エネルギーと素材セクターへの投資機会が多い市場でした。新興国経済が発展するにつれて、投資機会は素材や天然資源の他にも広がり、サービス・セクターや高付加価値産業の重要性が高まっています（図表16）。

ニューエコノミー分野へのエクスポージャーの拡大は、企業の利益や収益性向上につながり、今後の新興国における株式投資にとっても有益となるでしょう。

図表 16: MSCI新興国株式インデックスのセクターの推移  
- オールドエコノミー／シクリカルからニューエコノミー／構造的成長への変化



出所: FactSet, MSCI, 2024年3月

注: New economy/structuralは、情報技術、一般消費財、生活必需品、ヘルスケア、金融、コミュニケーション・サービス内のメディア・エンターテインメント。Old economy/cyclicalは、エネルギー、素材、資本財、不動産セクターで構成。

執筆者

## ディアナ・ジェリック

プロダクト・スペシャリスト



RBC新興国株式チームのプロダクト・スペシャリスト。2018年に入社する以前は、国際的な銀行でバイス・プレジデントとして勤務し、投資信託、ヘッジファンド、プライベート・エクイティのプロダクト・スペシャリストとしてマネージド・インベストメント業務に6年間携わりました。また、グローバルな超富裕層向けの投資関連業務も担当していました。それ以前は、世界的な会計事務所で年金基金の投資アドバイザー業務に携わっていました。2011年に投資業界でのキャリアをスタートさせ、それ以前は国際オークションハウスに勤務していました。



RBC BlueBay  
Asset Management

ブルーベイ・アセット・マネジメント・インターナショナル・リミテッド  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第1029号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会会員、一般社団法人 投資信託協会会員、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会会員

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したのではなく、またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）の資産マネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

®/™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.



■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はおお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

ロング・オンリー戦略

(年率、税抜き)

投資対象	投資適格債	マーキング債	バレンゴット・ファイナンス	転換社債
運用管理報酬 (上限)	0.40%	0.70%	0.70%	0.65%

オルタナティブ戦略

(年率、税抜き)

運用戦略	トータルリターン	絶対リターン
運用管理報酬 (料率範囲)	0.50% - 1.10%	0.90% - 1.35%
成功報酬 (料率範囲)	0.00% - 20.0%	0.00% - 20.0%

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではございませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡しますので、当該書面等の内容をお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上