

国債の安定消化に向けた課題



インベストメントリサーチ部
デットリサーチ課長/シニア債券ストラテジスト
大塚 崇広

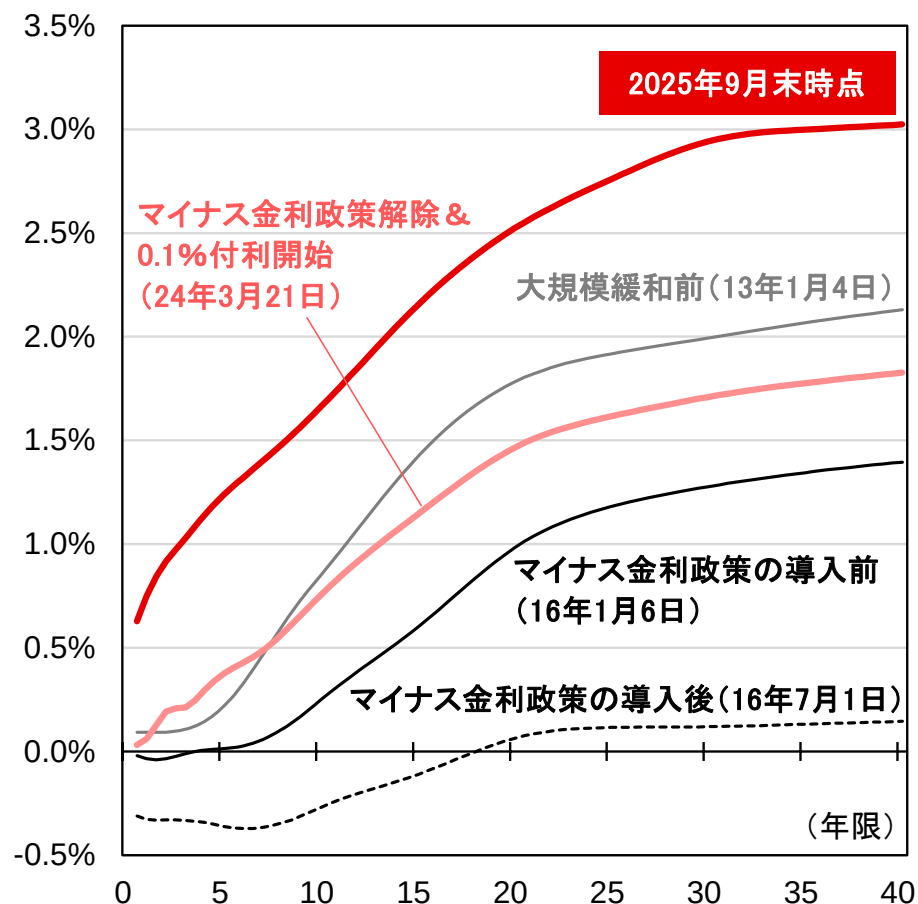
<目次>

1. 金利のある世界に移行する国債市場の現状
 2. 国債の安定消化に向けた国債発行計画の在り方
 3. 国債の購入者層拡大に向けた施策、制度設計
-

1. 金利のある世界に移行する国債市場の現状

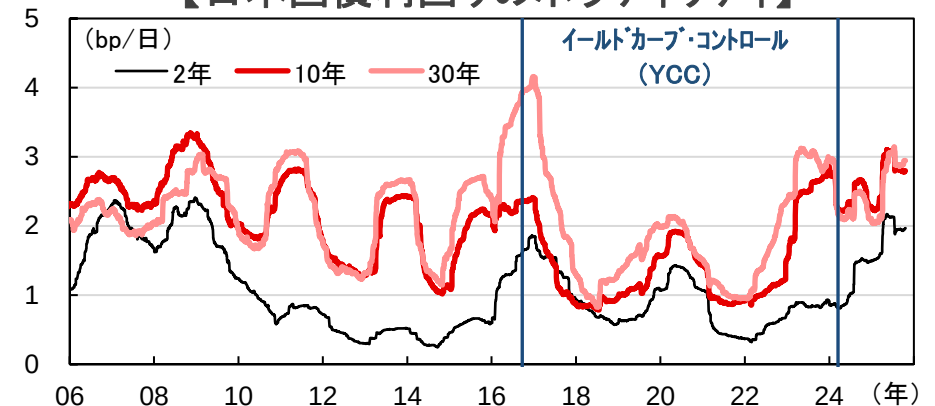
- 日本銀行が2024年3月にマイナス金利政策を解除、YCCを撤廃。「金利のある世界」に移行
- 日本国債市場では利回りが上昇。ボラティリティも上昇

【日本国債イールドカーブの変化】



出所: Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

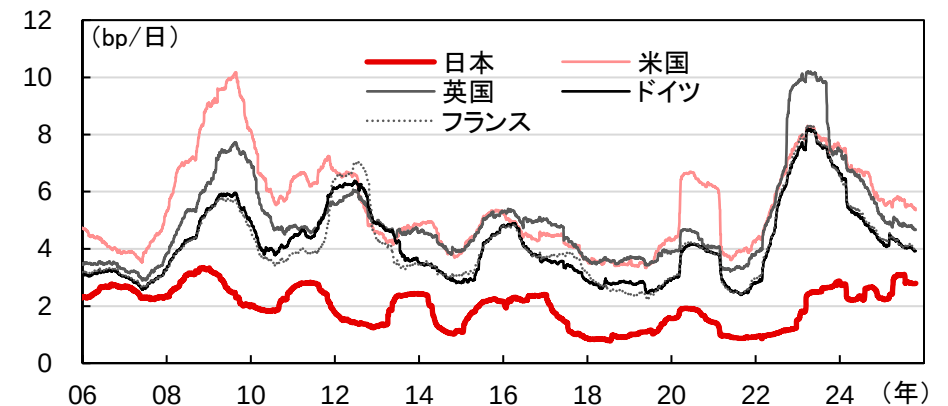
【日本国債利回りのボラティリティ】



注: 観測期間1年(250日)

出所: Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【各国10年国債利回りのボラティリティ】

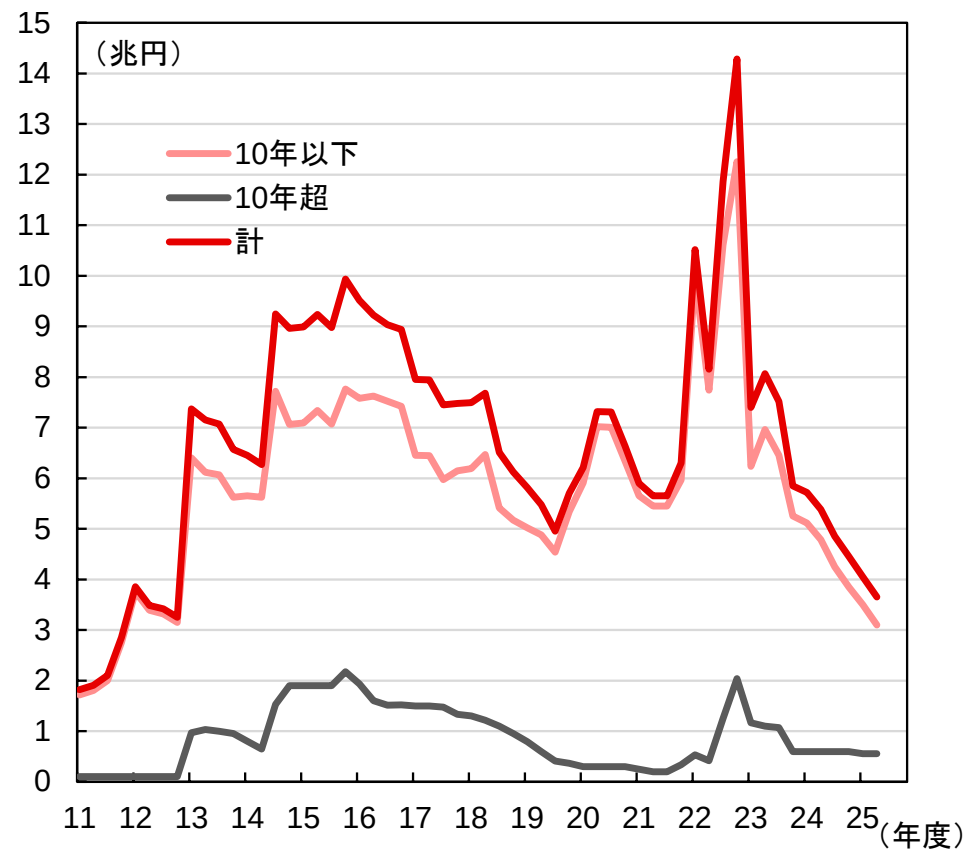


注: 観測期間1年(250日)

出所: Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

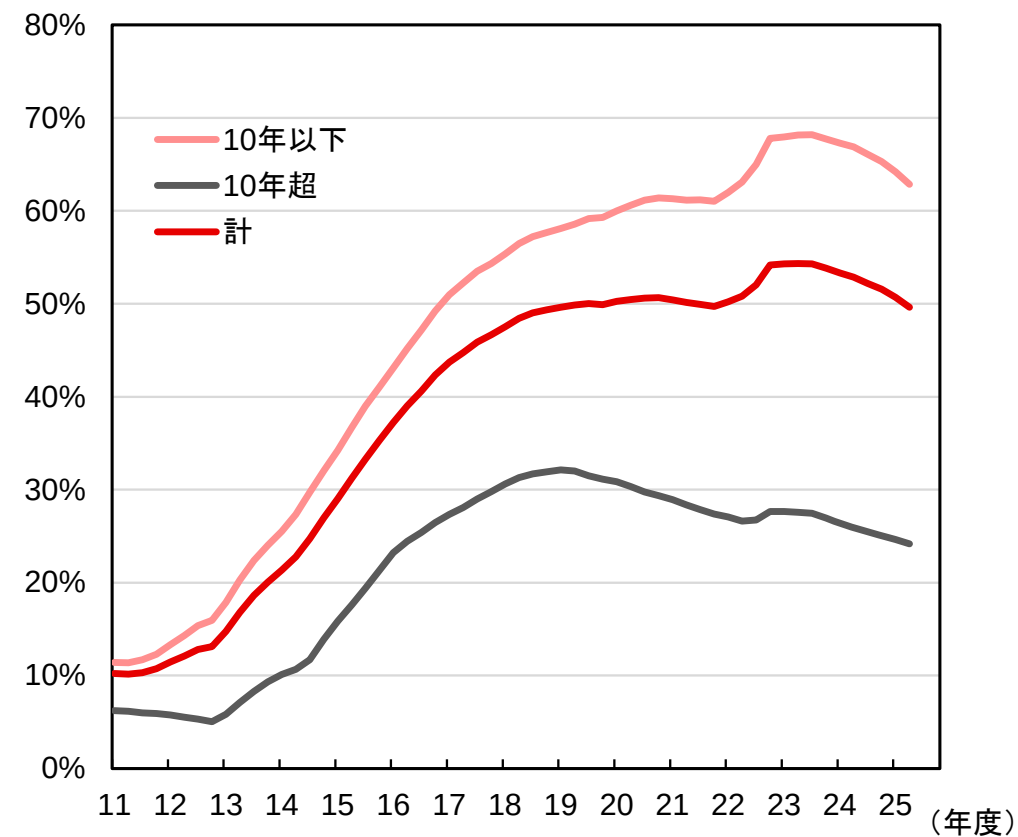
- 日本銀行は2024年8月、長期国債買入れの減額を開始
- 日本銀行が保有する長期国債の割合は低下

【日銀長期国債買入れ(月次フロー)】



出所：日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

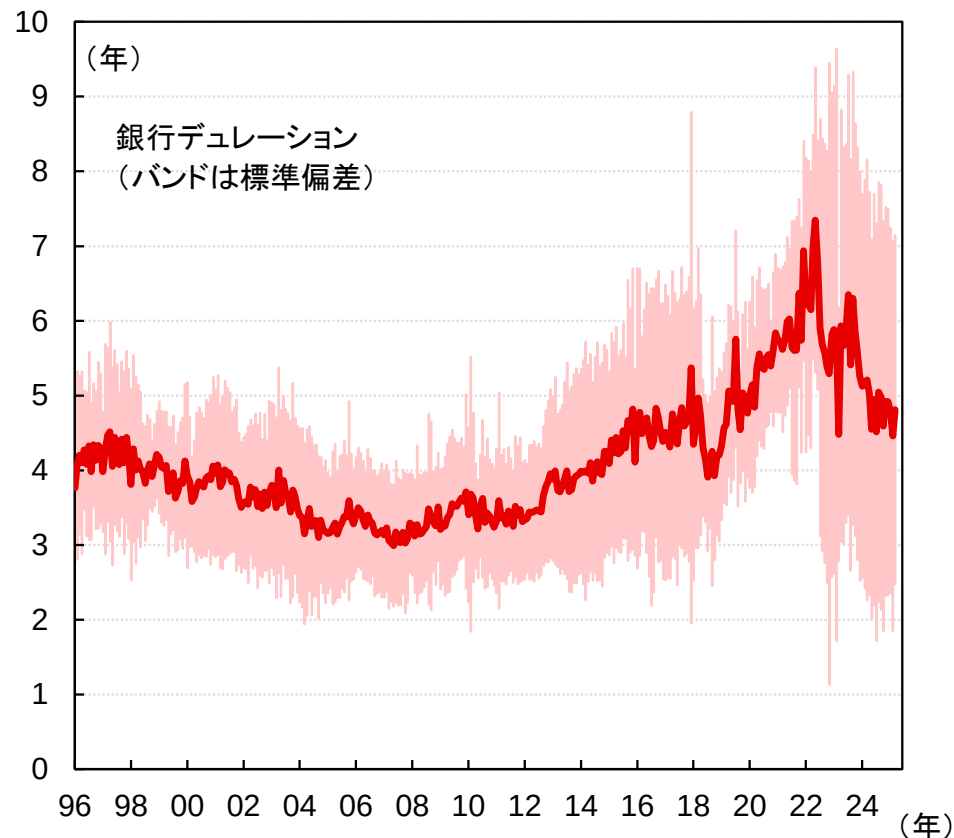
【国債発行残高に占める日銀の保有割合(ストック)】



出所：日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

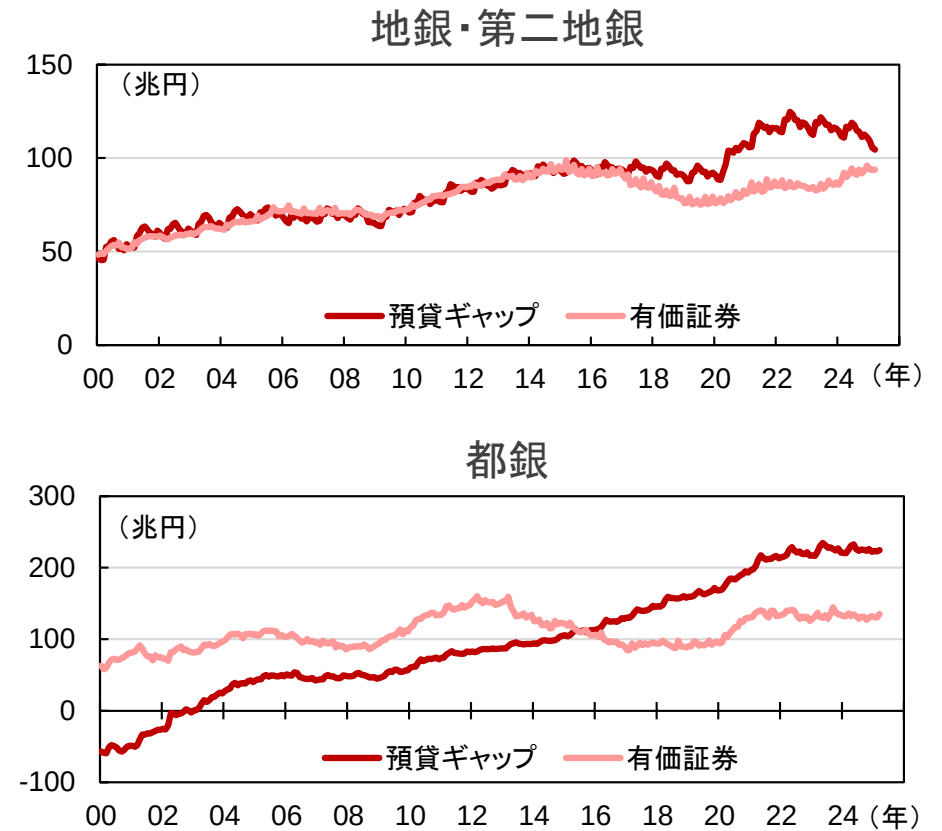
- 足元、銀行は金利リスクを抑制。堅調な貸出等も国債投資に向かい難い要因に
- 今後は、各種規制が銀行の保有する国債リスク量の制約に

【銀行の債券平均デュレーション】



出所：QUICK月次調査＜債券＞より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【銀行の預貸ギャップと有価証券残高】

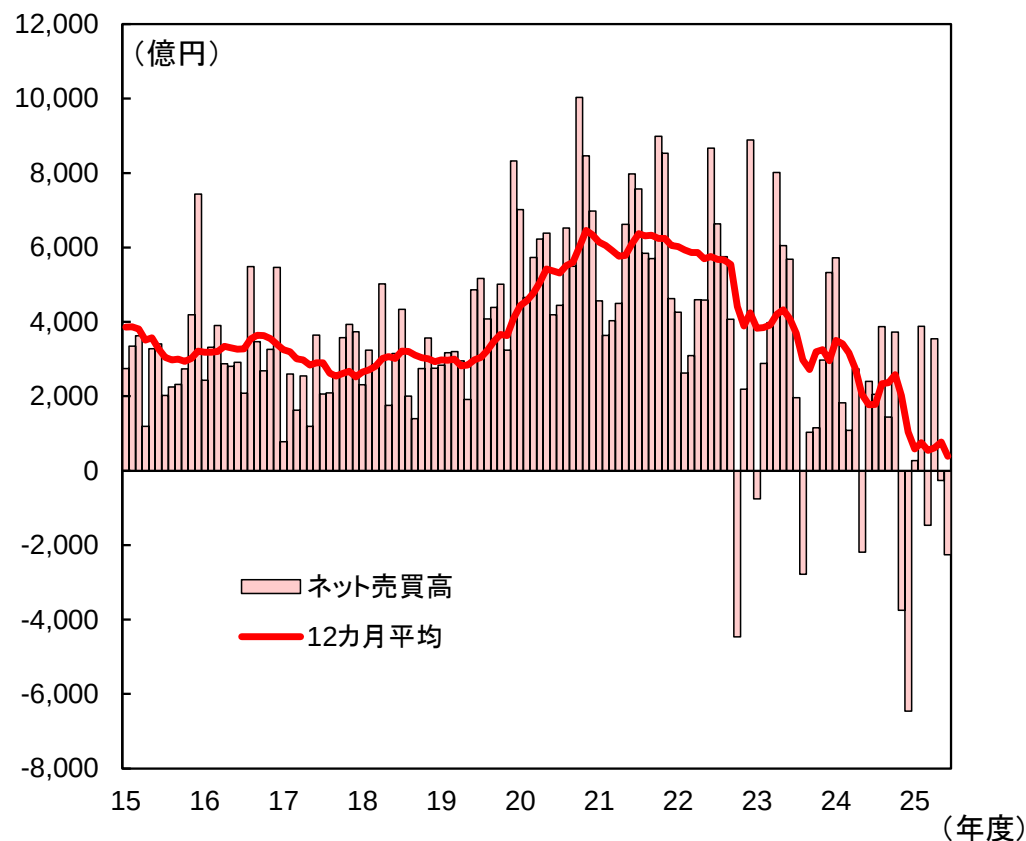


出所：日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

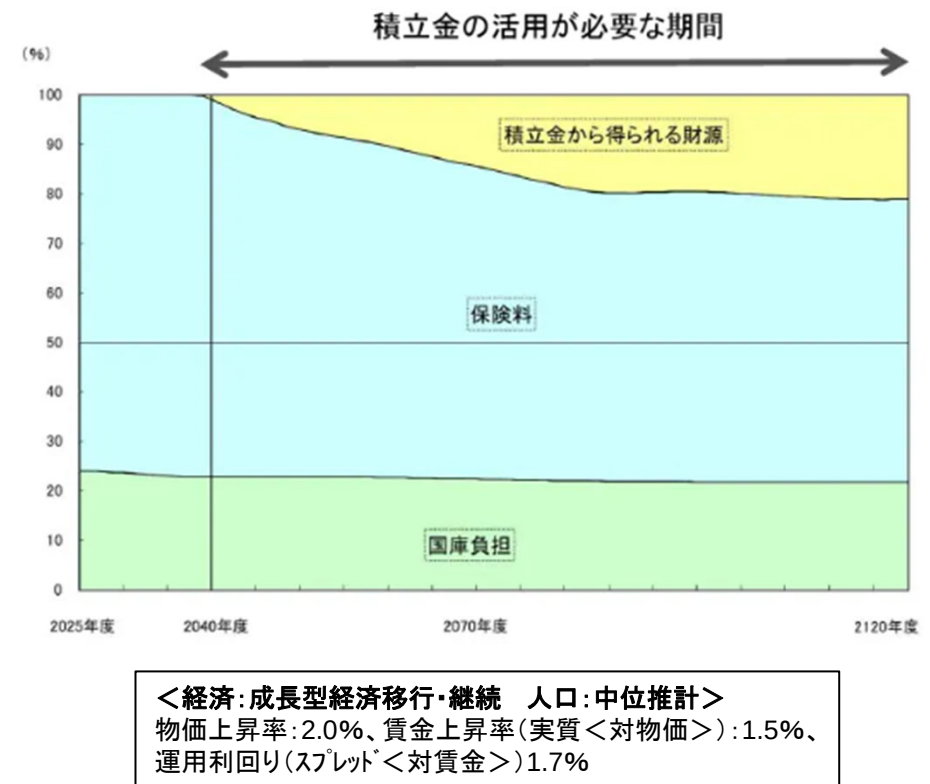
- 生保は新資本規制対応(資産側デュレーション伸長)の一巡等で国債需要が減退
(参考) 年金は短期的には市況次第(ポートフォリオ・リバランス)。長期的には人口動態等が影響

【生損保の超長期利付国債ネット売買高】

【公的年金給付の財源: 成長型経済移行・継続のケース】



出所: 日本証券業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

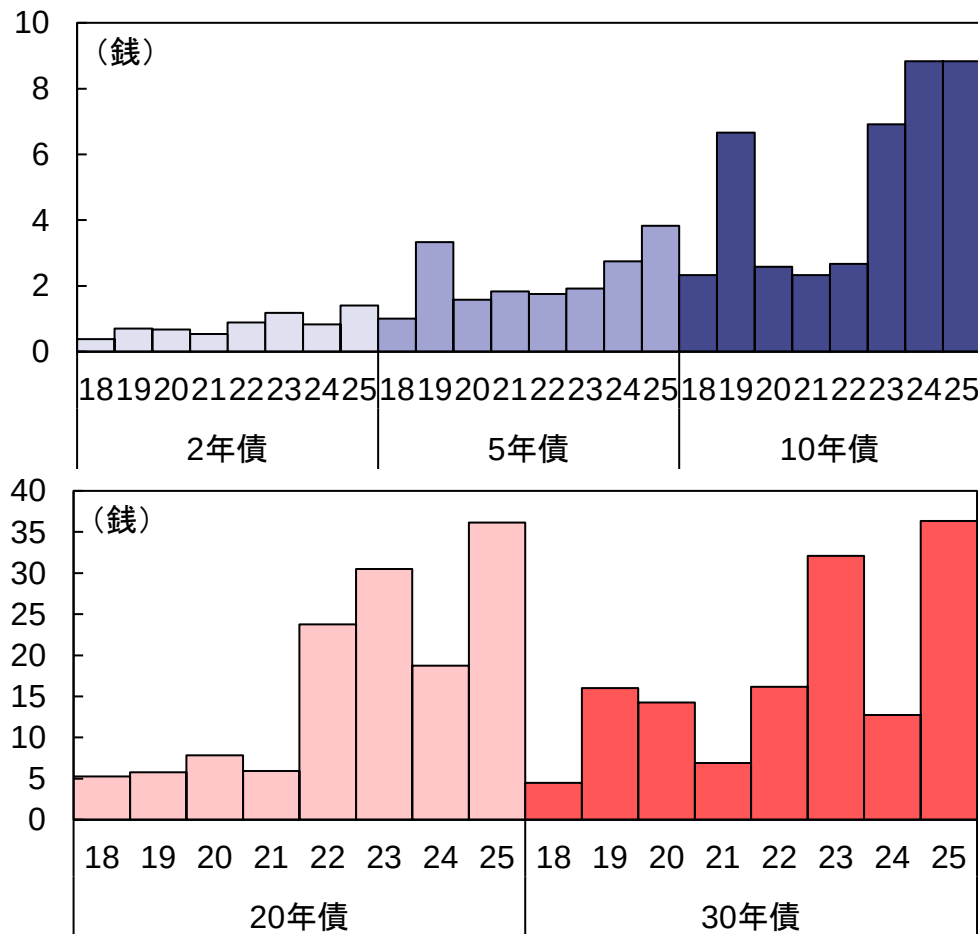


出所: 厚生労働省『令和6(2024)年財政検証関連資料①』より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

「金利のある世界」における利付国債入札の結果

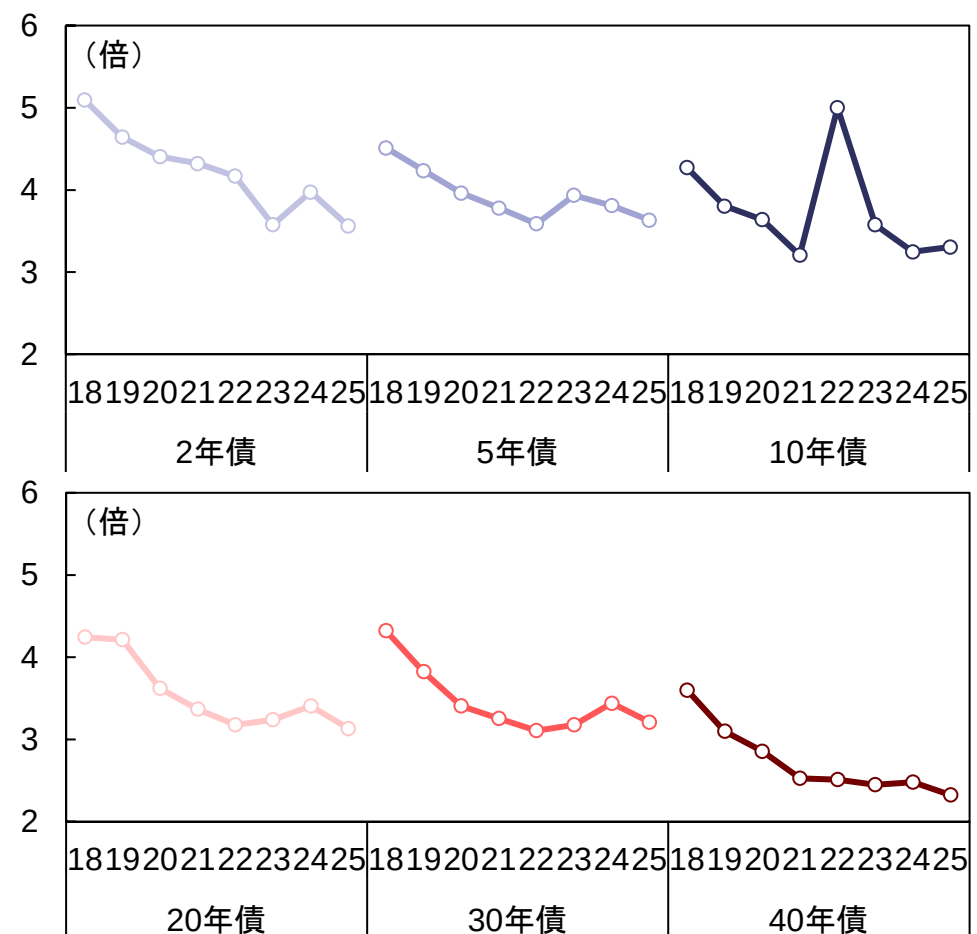
- 近年は利付国債入札でテール拡大・応札倍率低下傾向
- 財務省は適宜、国債発行計画の変更等を通じて対応(P.17)

【テール＜年度平均＞】



注：横軸は年度。25年度は9月まで
出所：財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【応札倍率＜年度平均＞】



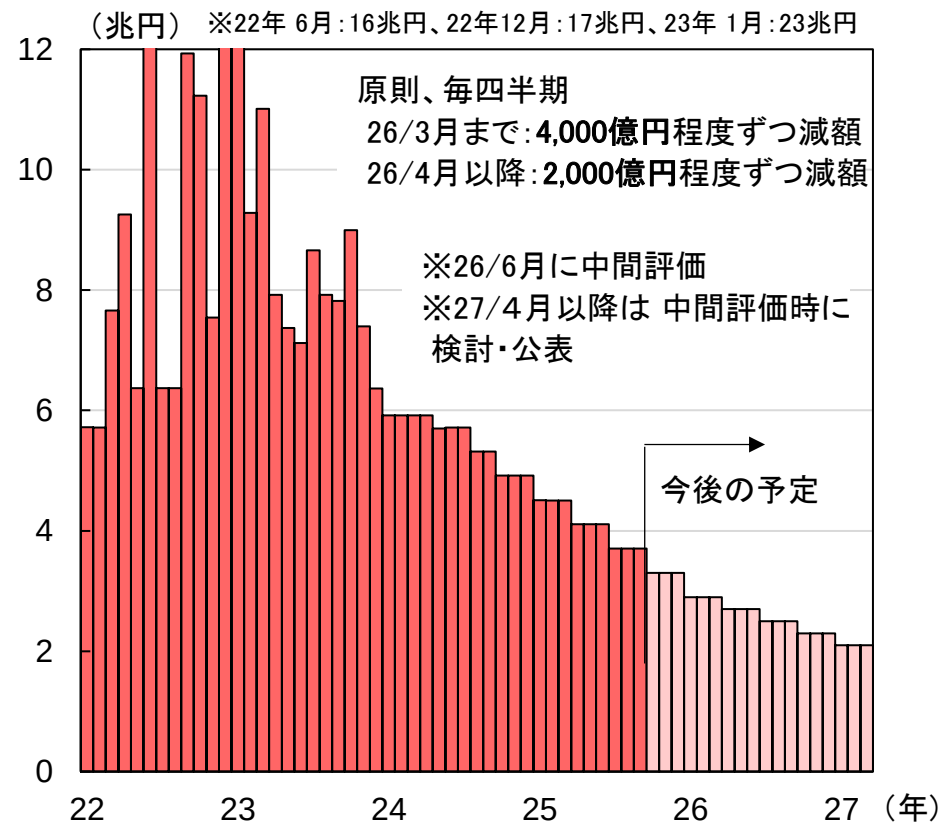
注：横軸は年度。25年度は9月まで
出所：財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

2. 国債の安定消化に向けた国債発行計画の在り方

- 日本銀行による長期国債買入れの減額は今後も続く予定
- それに伴い、日本銀行の国債保有割合は今後も緩やかに低下していく見込み

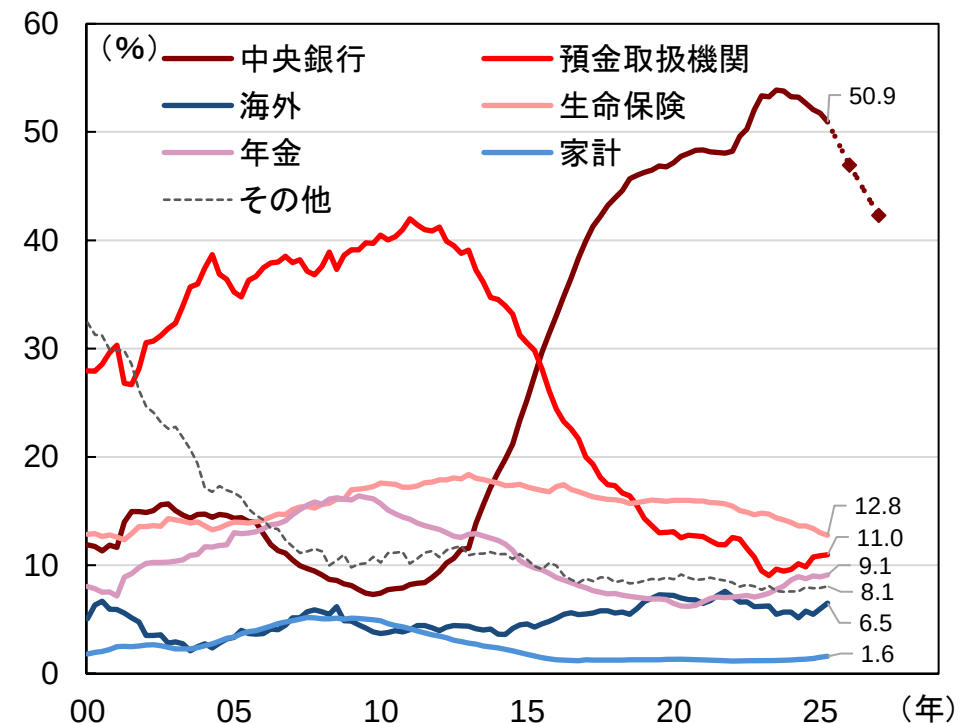
【日本銀行の長期国債買入れ減額計画】

月間の買入れ予定額



出所: 日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

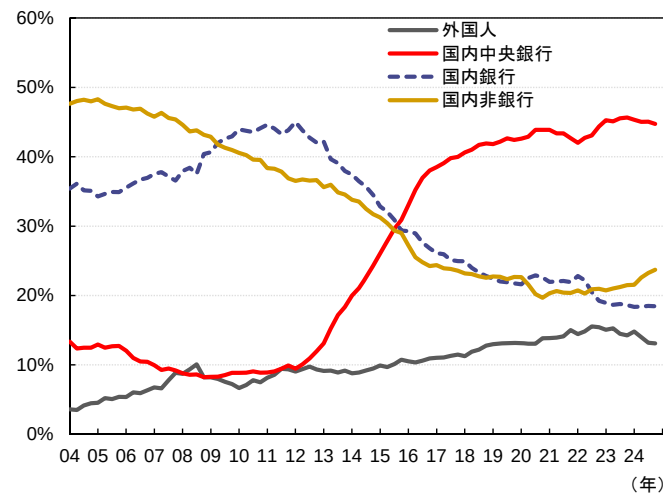
【日本国債の各保有者シェア】



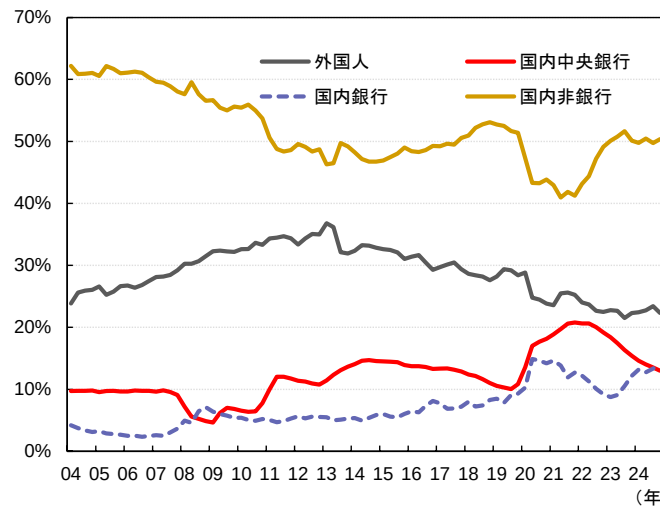
注: 短期国債を除く。中央銀行の破線部分は当方試算値
出所: 日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

➤ 欧米は先んじて「中央銀行から別の国債保有主体へのバトンタッチ」という課題を経験

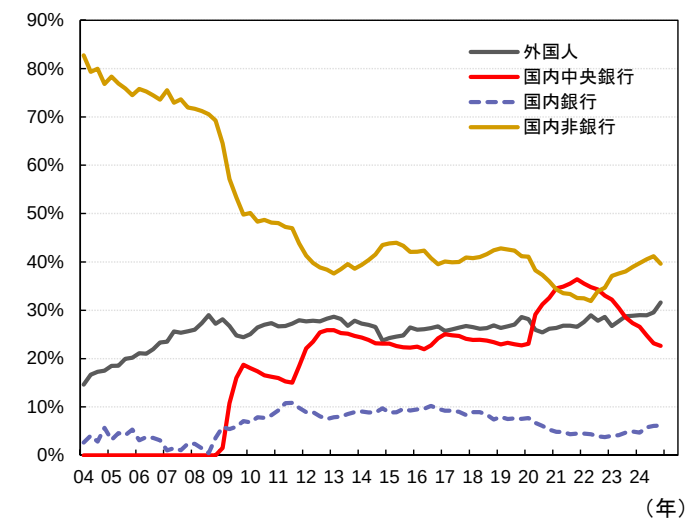
【日本の国債保有者層の変化】



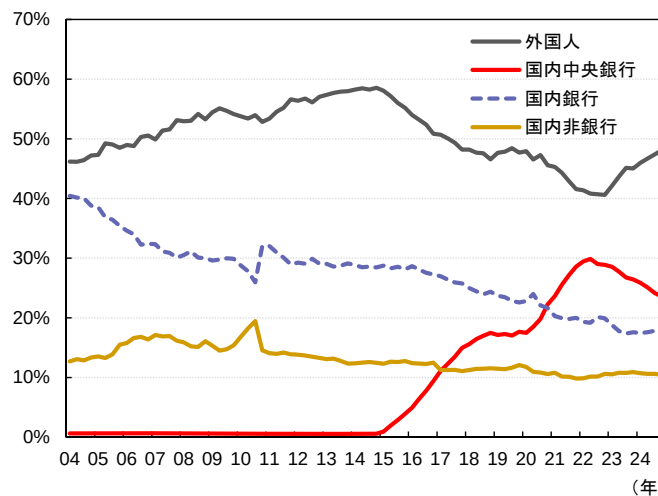
【米国の国債保有者層の変化】



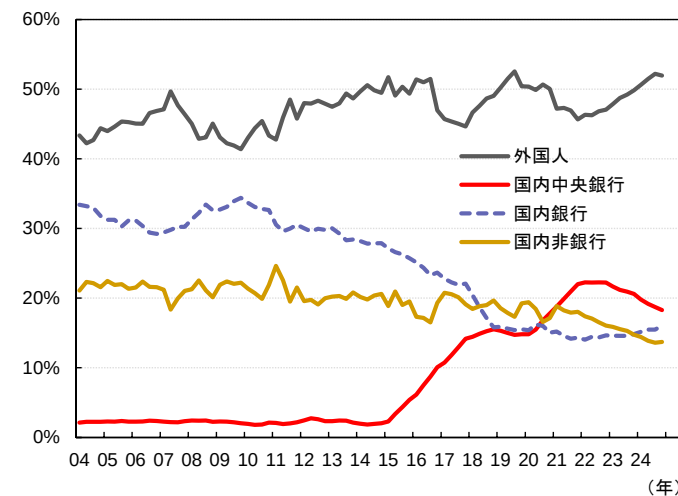
【英国の国債保有者層の変化】



【ドイツの国債保有者層の変化】



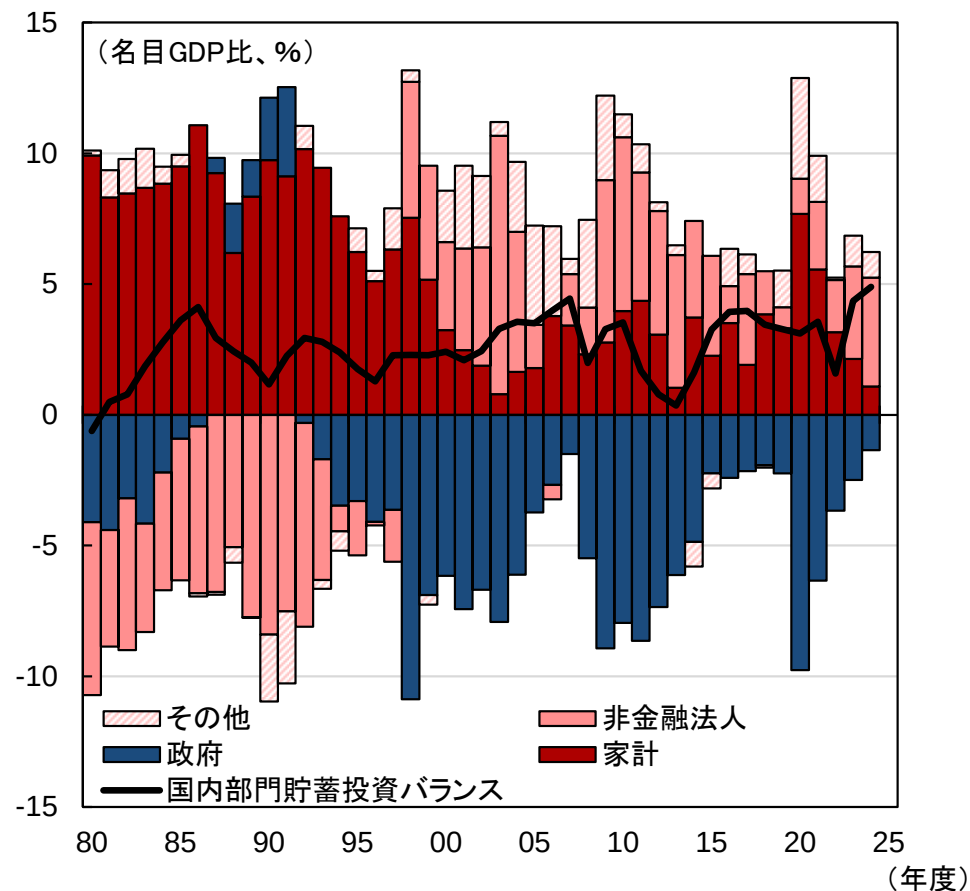
【フランスの国債保有者層の変化】



注: 短期国債を含む 出所: IMFより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

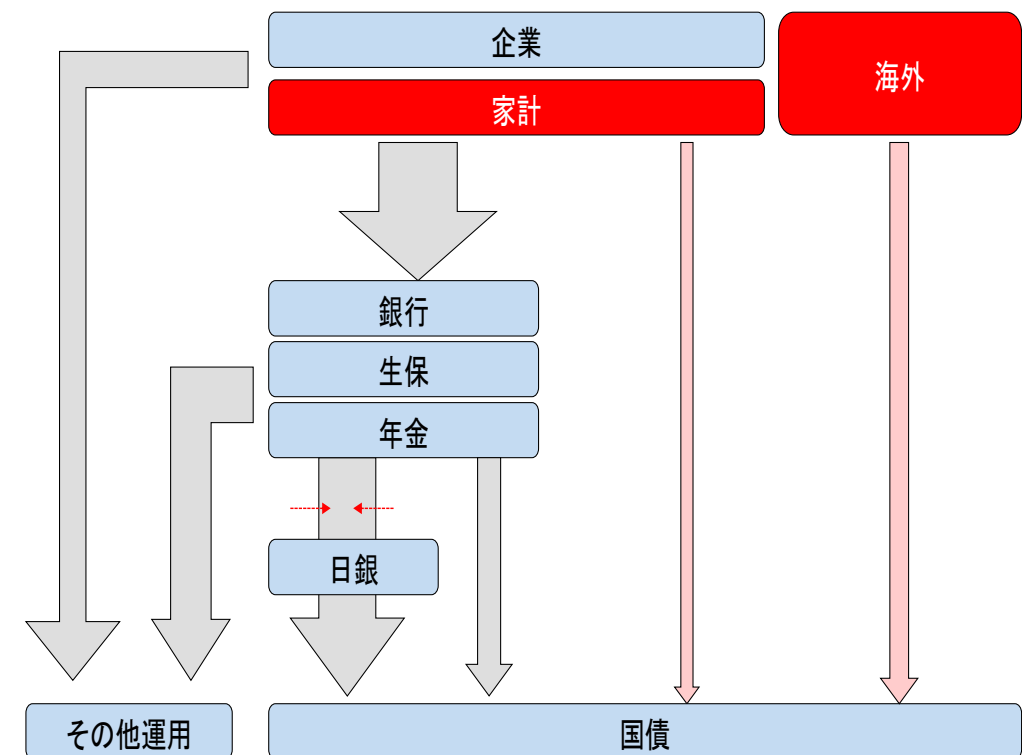
- 企業・家計の高水準の貯蓄を背景とした安定した国債消化構造
- 一方、国内機関投資家には規制等の制約。家計や海外投資家の保有促進が選択肢に

【日本の部門別貯蓄・投資バランス】



出所：内閣府より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

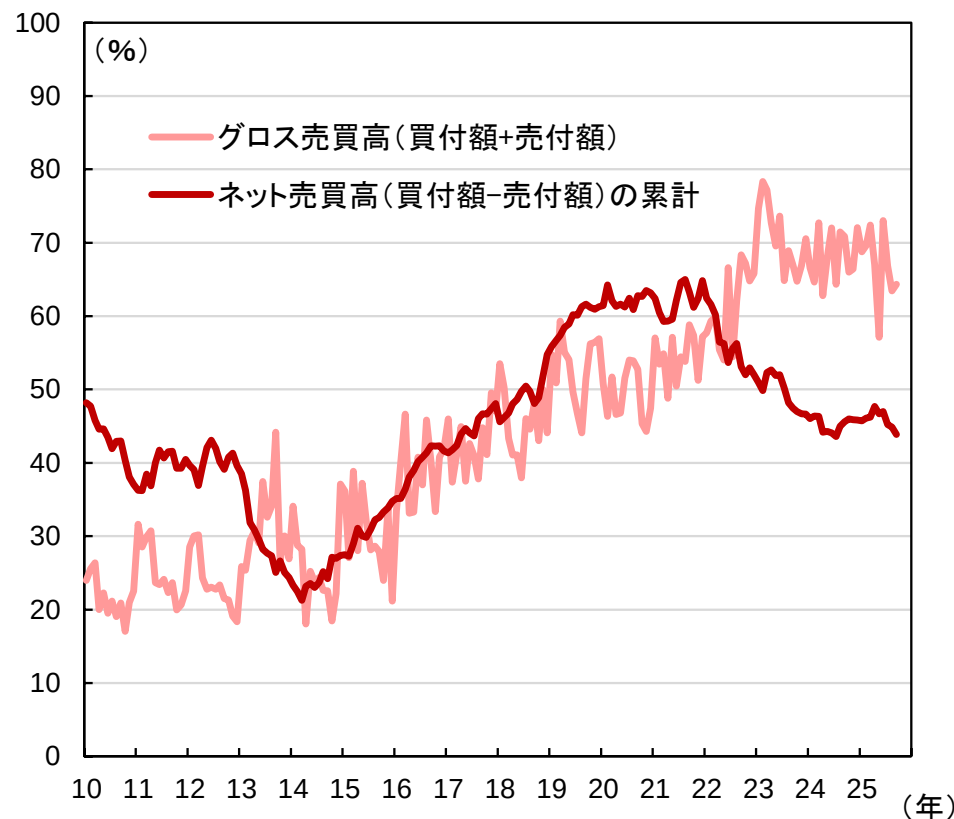
【日本国債の保有構造上の課題】



出所：三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

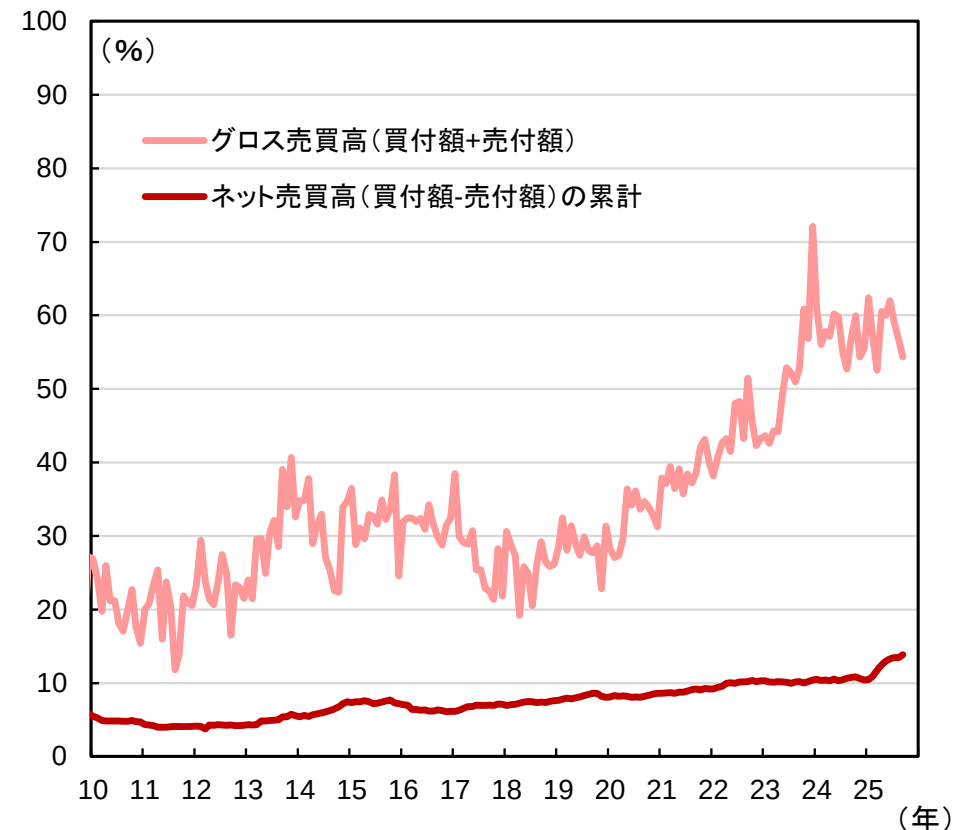
- 海外投資家は現状、グロス売買高シェアは高いが、ネット売買高・累計のシェアは比較的低い
- 長期保有目的の海外投資家による国債保有を拡大していく余地あり

【「外国人」の売買高シェア(長期利付国債)】



注:都銀・地銀・第二地銀、信金、生損保、信託銀、農林系、投資信託、官公庁共済組合、外国人の合計に対する割合。ネット売買高の累計は統計開始(2004年度)以降
出所:日本証券業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【「外国人」の売買高シェア(超長期利付国債)】



注:都銀・地銀・第二地銀、信金、生損保、信託銀、農林系、投資信託、官公庁共済組合、外国人の合計に対する割合。ネット売買高の累計は統計開始(2004年度)以降
出所:日本証券業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

		日本	米国	英国	ドイツ	フランス
年間発行量		133兆円	4.3兆ドル	2,796億ポンド	2,755億ユーロ	3,398億ユーロ
年間取引量		1,336兆円	182兆ドル	11.3兆ポンド	6.1兆ユーロ	5.1兆ユーロ
発行残高		1,054.5兆円	22.1兆ドル	2.6兆ポンド	1.8兆ユーロ	2.7兆ユーロ
	名目GDP比	171.2%	75.4%	71.9%	41.0%	92.2%
中央銀行保有比率		51.7%	14.2%	25.0%	23.6%	19.4%
取引量・発行量比率		10.1倍	42.2倍	40.3倍	22.2倍	15.2倍
回転率	取引量/発行残高	1.3回転	8.2回転	4.3回転	3.4回転	1.9回転
	取引量/市中残高	2.6回転	9.6回転	5.7回転	4.5回転	2.4回転
平均償還年限		9.5年	5.9年	14年	7.4年	8.5年

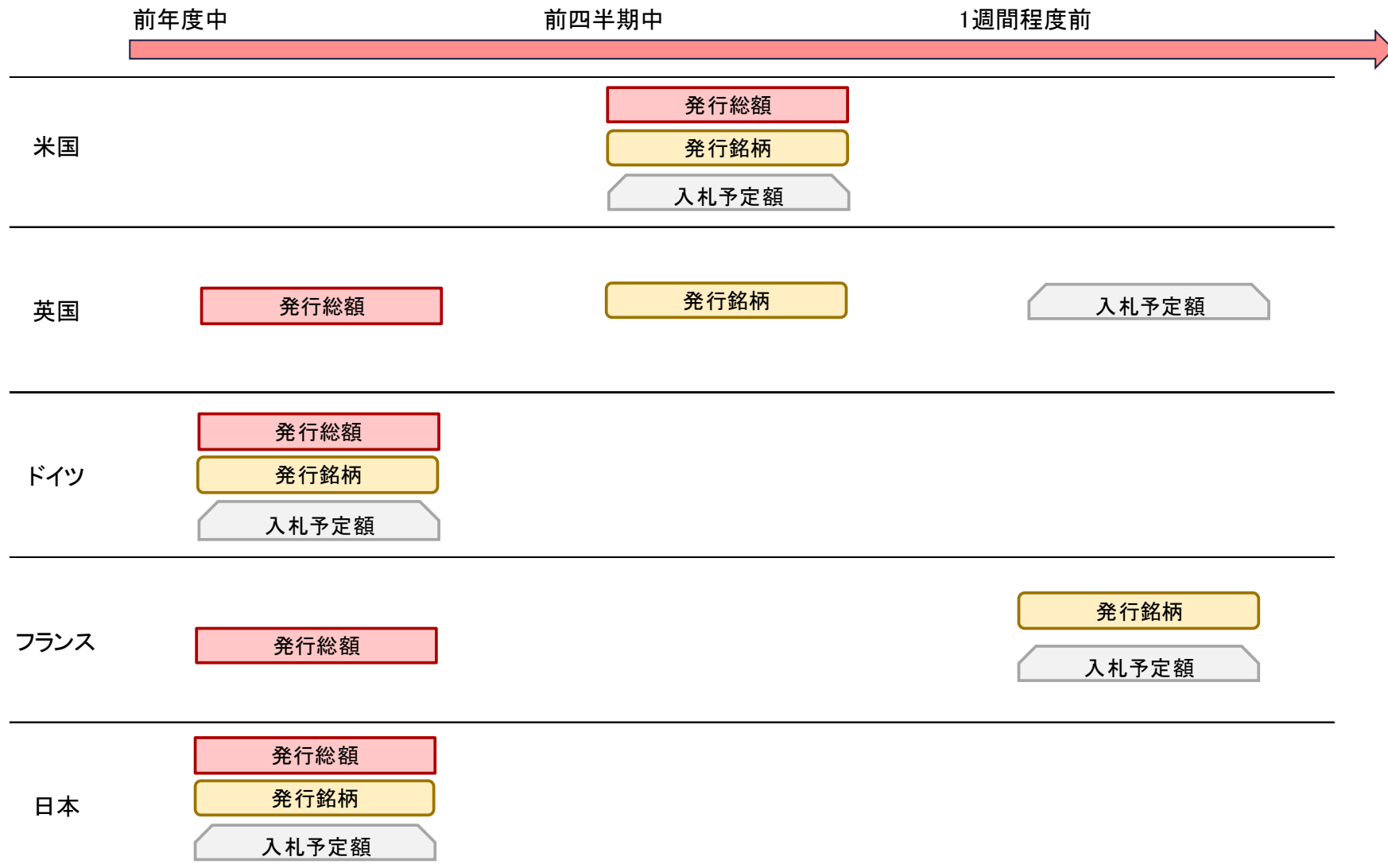
注：日本は2024年度、海外は2024暦年。発行量、取引量、発行残高には短期国債を含まない。回転率の計算に用いた市中残高は、発行残高から中央銀行保有分差し引いた値。平均償還年限は短期債（日本はTB）を含む。

出所：日本銀行、財務省、日本証券業協会、内閣府、BEA、SIFMA、BOE、UK Debt Management Office、ONS、ECB、Eurostat、Federal Republic of Germany Finance Agency、The International Capital Market Association、Agence France Trésor

		日本	米国	英国	ドイツ	フランス
発行方式		原則コンベンショナル	ダッチ	原則コンベンショナル	原則コンベンショナル	原則コンベンショナル
発行計画		- 毎年12月に翌年度の国債発行総額、年限毎の内訳、発行回数等を公表 - 市場参加者との意見交換を踏まえ、市場環境や発行状況に応じて、変更する可能性	四半期毎に年限別の発行予定額、入札日程等を公表	- 毎年3月に翌年度の国債発行総額、年限毎の内訳等を公表 - 具体的な発行銘柄、入札予定日は四半期毎に公表	- 毎年12月に翌年度の国債発行計画(入札予定日、年限別発行額、新規/リオープンとの区別等)を公表 - 四半期ごとに改めて入札予定日を公表	- 毎年12月に翌年度の国債発行総額を公表 - 具体的な発行額は発行日の前週に行われるPDとの会合や当日の入札状況を踏まえて決定
コミュニケーション	PD制度 (責任: 情報提供)	- 財務省(週次、国債入札前) - ポジション動向、応札予定など	- NY連銀(週次、FOMC前) - ポジション動向、経済見通しなど	- 債務管理庁<DMO>(日次、週次、国債入札前) - ポジション動向、出来高など	—	- 国債庁<AFT>(日次、月次、国債入札前) - ポジション動向、発行計画助言など
	PD制度 (資格: 定例会合)	財務省(年5回程度、発行計画など)	- 財務省(四半期毎、発行計画や市場状況など) - NY連銀(年1回、金融政策や市場機能など)	- DMO(四半期毎、発行計画や市場動向など) - 財務省(年1回、次年度発行計画など) - 財務大臣(年2回、経済見通しなど)	—	AFT(定期的、発行計画や市場動向など)
	その他	- 国の債務管理に関する研究会(年2回程度、債務管理政策など) - 国債投資家懇談会(年2~4回程度、発行計画など)	借入諮問委員会<TBAC>が財務省に助言、外部専門家で構成、通常は四半期毎(債務管理に関する分析や具体的数値目標の提示など)	DMO内部にAdvisory Boardを常設、外部専門家が参加(債務管理戦略に関する助言など)	—	Strategic CommitteeがAFTに助言、外部専門家で構成、年2回(発行政策など)

注: 発行方式について、日本では一部でダッチ方式を採用。英国、ドイツ、フランスでは一部でシンジケーション方式を採用。ドイツはPD制度と類似の制度を有するが、応札義務や発行当局との定例会合などがないことから、諸外国のPD制度とは異なるものとされている。

出所: 各国発行当局、NY連銀、TBACより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成



注1: 米国の発行総額、発行銘柄、入札予定額及び入札予定日は前四半期末もしくは当四半期初に公表。発行総額は四半期分の市中調達予定額を公表。
 注2: 日本とドイツは、前年度中に1回当たりの入札予定額を公表。その後、日本は1週間前に確定した額を公表し、ドイツは四半期ごとに確定した額を公表。
 出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

- 財務省は、市場動向の変化に合わせて適宜、発行計画を修正
- 市場の一段の不安定化を回避

【2025年度国債発行計画の修正】

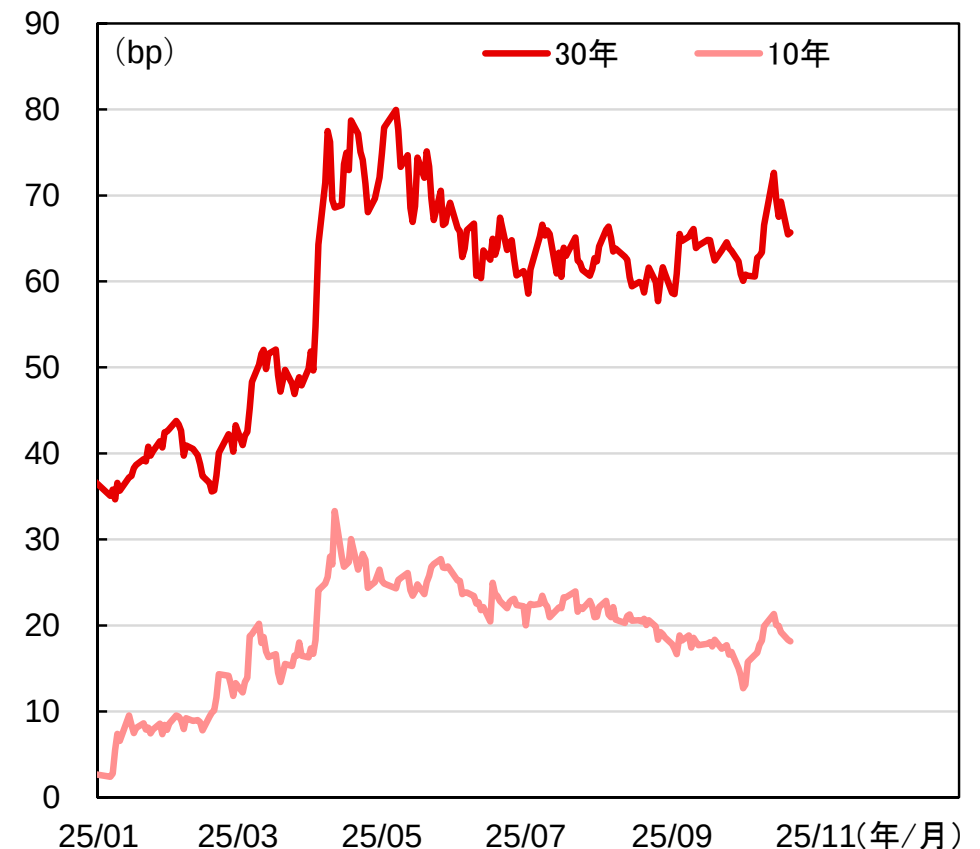
【単位: 兆円】

消化方式別	2025年度					
	当初	(1回あたり)	24年度 当初比	6月変更	(1回あたり)	25年度 当初比
国債発行総額	176.9		▲5.1	176.9		-
市中発行分計	172.3		▲4.5	171.7		▲0.5
カレンダー・ベース市中発行額	172.3		+1.3	171.8		▲0.5
40年債	3.0	0.5 × 6	▲1.2	2.5	0.5 × 1 0.4 × 5	▲0.5
30年債	9.6	0.8 × 12	▲1.2	8.7	0.8 × 3 0.7 × 9	▲0.9
20年債	12.0	1.0 × 12	-	10.2	1.0 × 3 0.8 × 9	▲1.8
10年債	31.2	2.6 × 12	-	31.2	2.6 × 12	-
5年債	28.8	2.4 × 12	+1.2	28.8	2.4 × 12	-
2年債	31.2	2.6 × 12	-	31.8	2.6 × 6 2.7 × 6	+0.6
10年物価連動国債	1.0	0.25 × 4	-	1.0	0.25 × 4	-
クライメート・トランジション国債	1.2		▲0.2	1.2		-
10年債	0.6	0.3 × 2	▲0.1	0.6	0.3 × 2	-
5年債	0.6	0.3 × 2	▲0.1	0.6	0.3 × 2	-
短期国債	40.8		+2.4	42.9		+2.1
1年物	38.4	3.2 × 12	-	38.7	3.2 × 9 3.3 × 3	+0.3
6か月物	2.4	0.4 × 6	+2.4	4.2	0.7 × 6	+1.8
流動性供給入札	13.5		+0.3	13.5		-
15.5-39年	2.7	0.45 × 6	▲0.3	2.3	0.45 × 2 0.35 × 4	▲0.4
5-15.5年	7.8	0.65 × 12	+0.6	7.8	0.65 × 12	-
1-5年	3.0	0.50 × 6	-	3.4	0.50 × 2 0.60 × 4	+0.4
第Ⅱ非価格競争入札	6.9		+1.7	6.8		▲0.1
年度間調整分	▲7.0		▲7.5	▲6.9		+0.1
日銀乗換	0.0		▲1.7	0.0		-
個人向け販売分	4.6		+1.1	5.1		+0.5

この他、25年9月に同年10-12月期の残存期間15.5年超39年未満の流動性供給入札の発行減額(3,500億円/回→2,500億円/回)、残存期間1年超5年以下の発行増額(6,000億円/回→7,000億円/回)を決定

出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【日本国債アセットスワップスプレッド】



注: アセット・スワップ・スプレッド=国債利回り-スワップ固定金利
出所: Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

- 課題は、国債保有者の日本銀行から別主体へのスムーズな移行
- 国内機関投資家に加え海外や家計も含めた投資家層の拡大に向け、国債発行を巡る丁寧な説明と、計画の柔軟性が重要
- 定期的な市場参加者との対話を通じて需給動向を調査・評価、必要に応じて計画を修正することが選択肢の1つ
- 予見可能性と柔軟性はトレードオフの関係も、予め評価の時期を決めておけば、予見可能性の低下を抑制可能

【国債発行計画の発表頻度を巡るトレードオフ】

計画発表頻度	予見可能性	柔軟性
年1回計画発表(現行方式)	高い	低い
半期/四半期に一度計画発表?		
年複数回計画発表	低い	高い

出所：三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

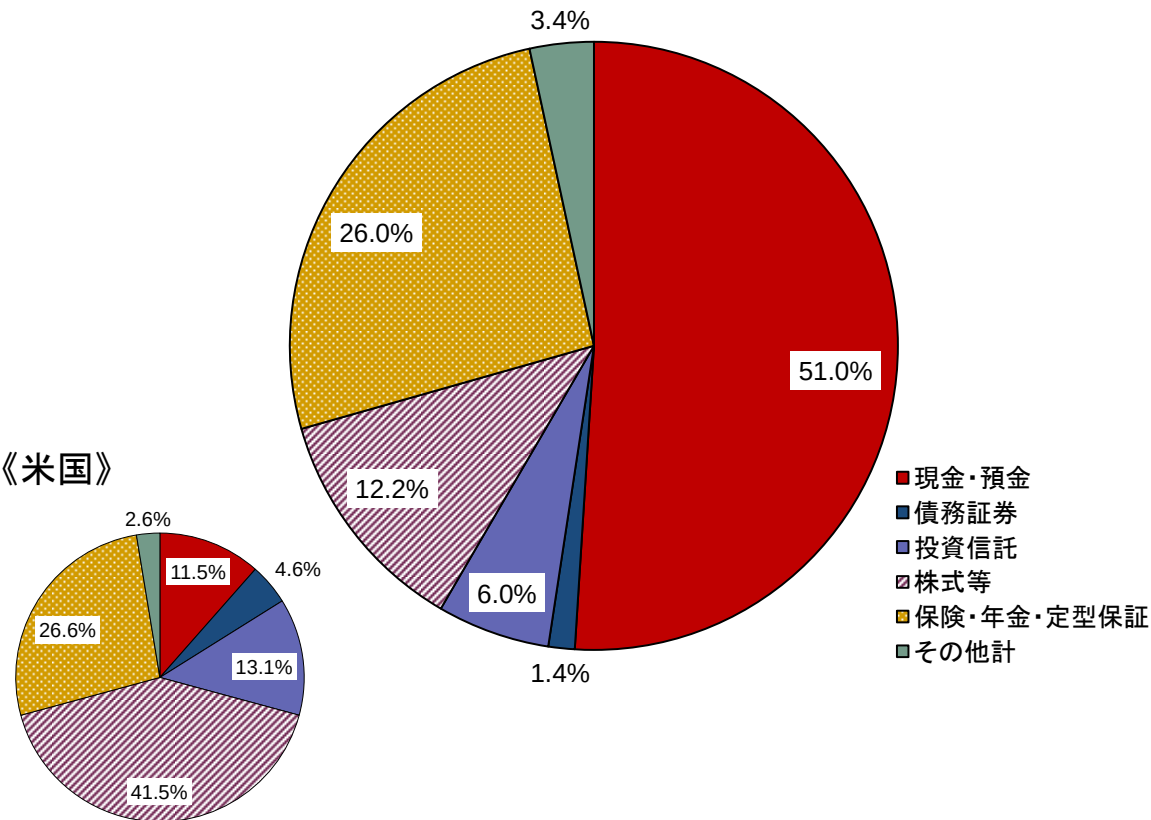
3. 国債の購入者層拡大に向けた施策、制度設計

- 日本の家計金融資産は2,195兆円(2025年3月末)
- 現金・預金の割合が高い。世代別では、高齢者層の金融資産保有割合が高い

【日米の家計金融資産構成比】

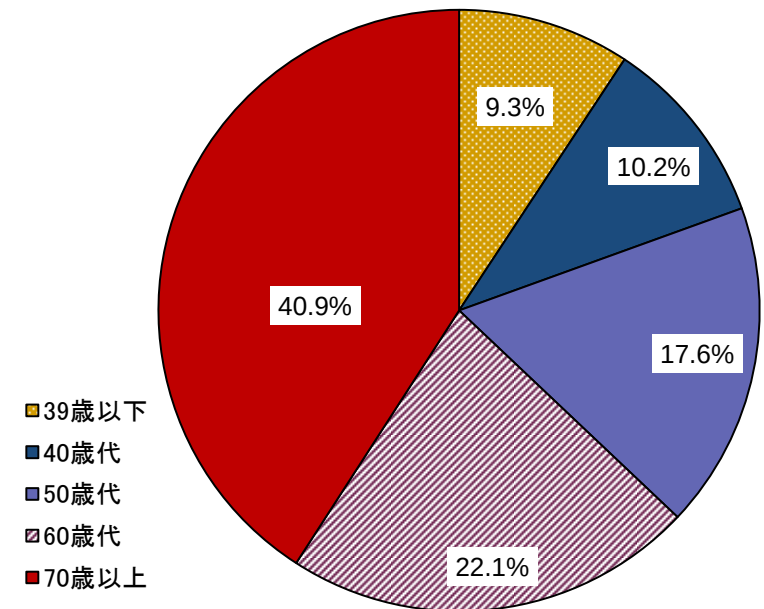
《日本》

《米国》



注:「その他計」は、金融資産合計から、「現金・預金」、「債務証券」、「投資信託」、「株式等」、「保険・年金・定型保証」を控除した残差。2025年1Qの値。
出所: 日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

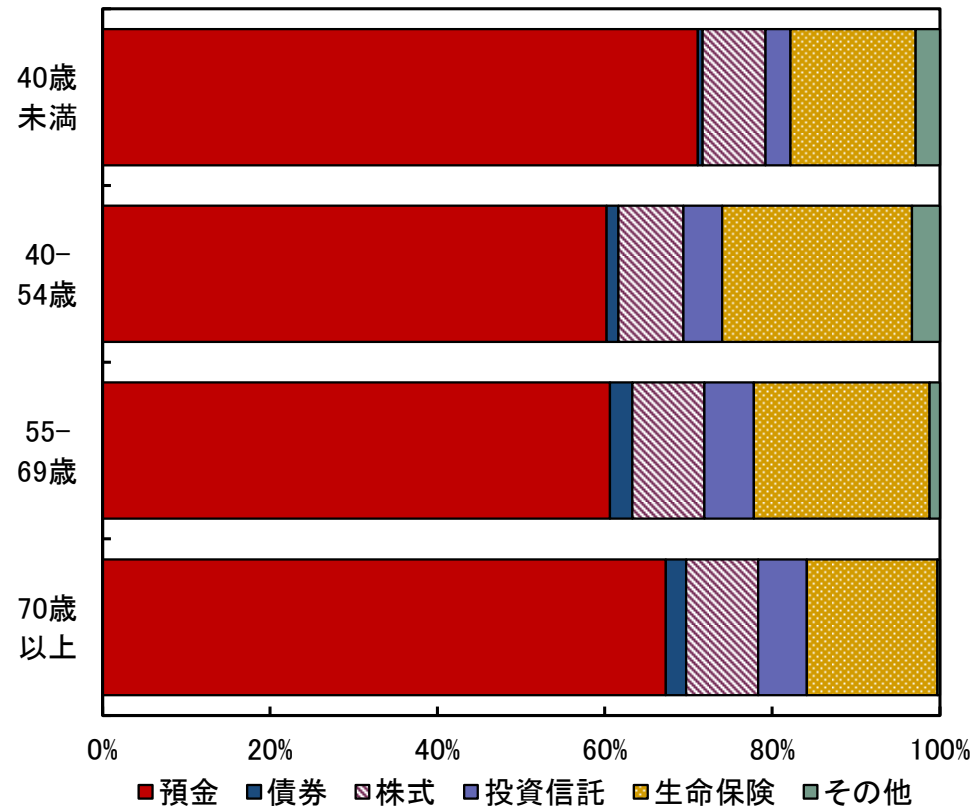
【日本の家計金融資産・年齢別保有割合】



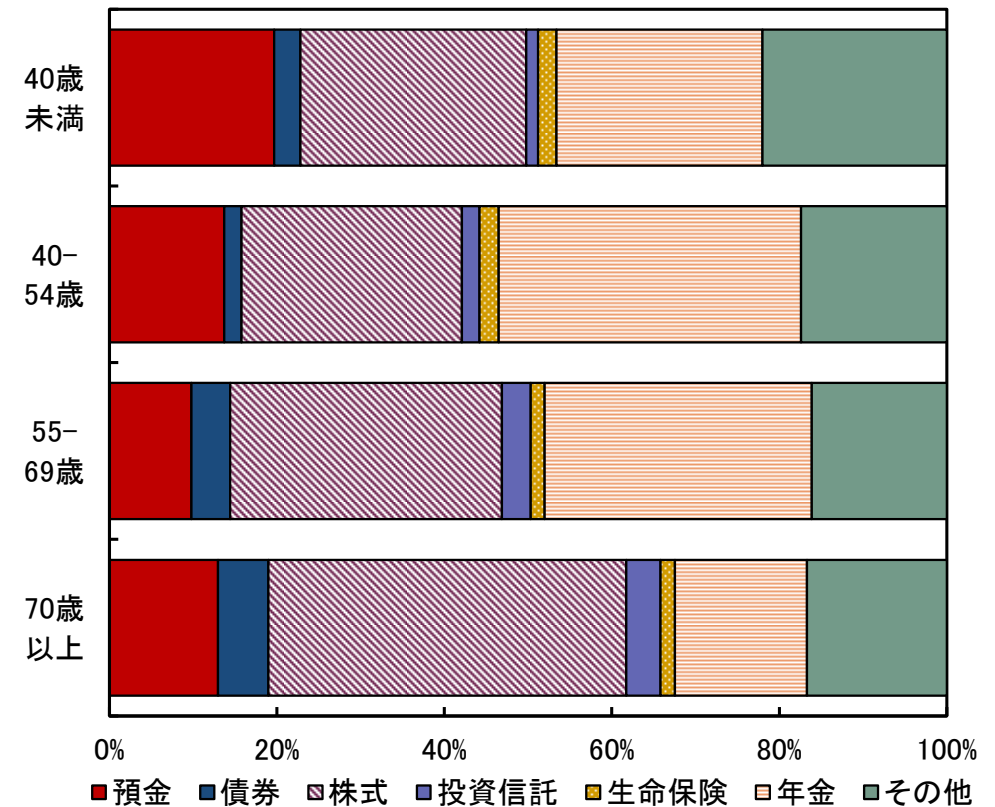
注: 2019年10月末日の値。現金は含まない。
出所: 総務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

➤ 全世代で預金の割合が高い

【日本の年齢階級別金融資産構成比】



【米国の年齢階級別金融資産構成比】

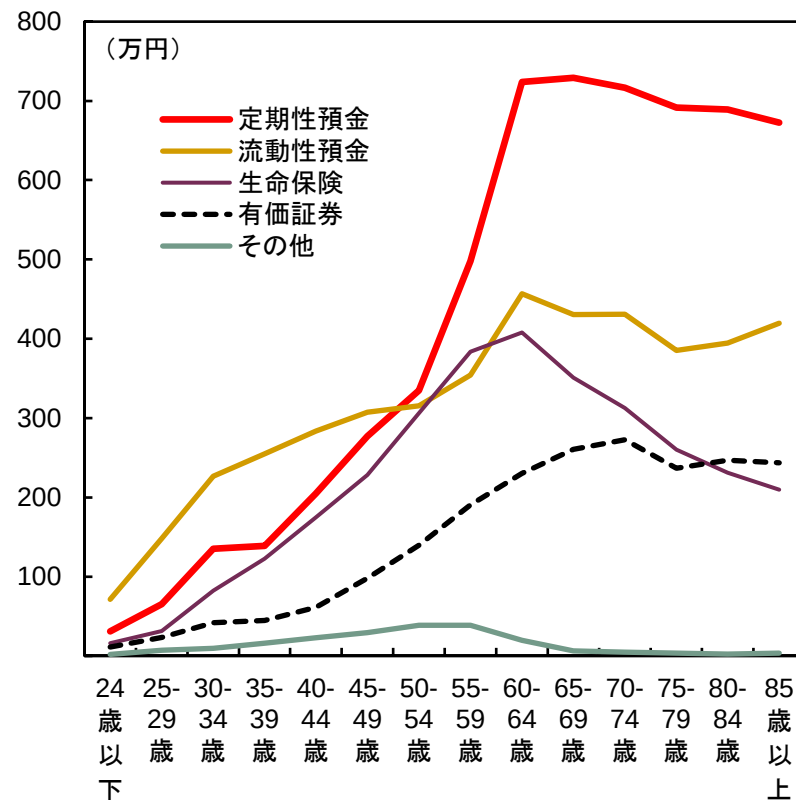


注：各項目については、内閣府「令和6年度 年次経済財政報告」を基に整理。日本の投資信託には貸付信託・金銭信託を含む。

出所：総務省、FRBより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

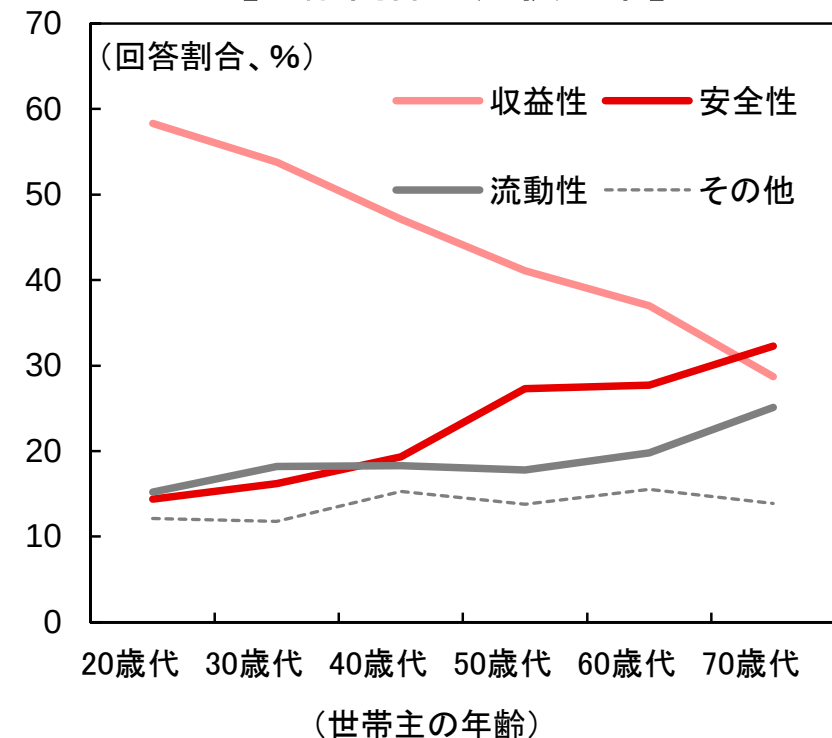
- 日本の高齢者層は金融資産を多く保有している。特に預金は取り崩されない傾向
- 高齢者層は金融資産の選択基準として安全性を重視。国債投資の余地あり
- 一方、高齢者層は同時に流動性も重視。また、NISA加入数が多い(P.24)

【資産種別・年齢階級別の世帯当たり金融資産額】



注: 内閣府が総務省「全国家計構造調査」、「全国消費実態調査」の調査票情報を独自集計して作成。2019年の値。
出所: 内閣府より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

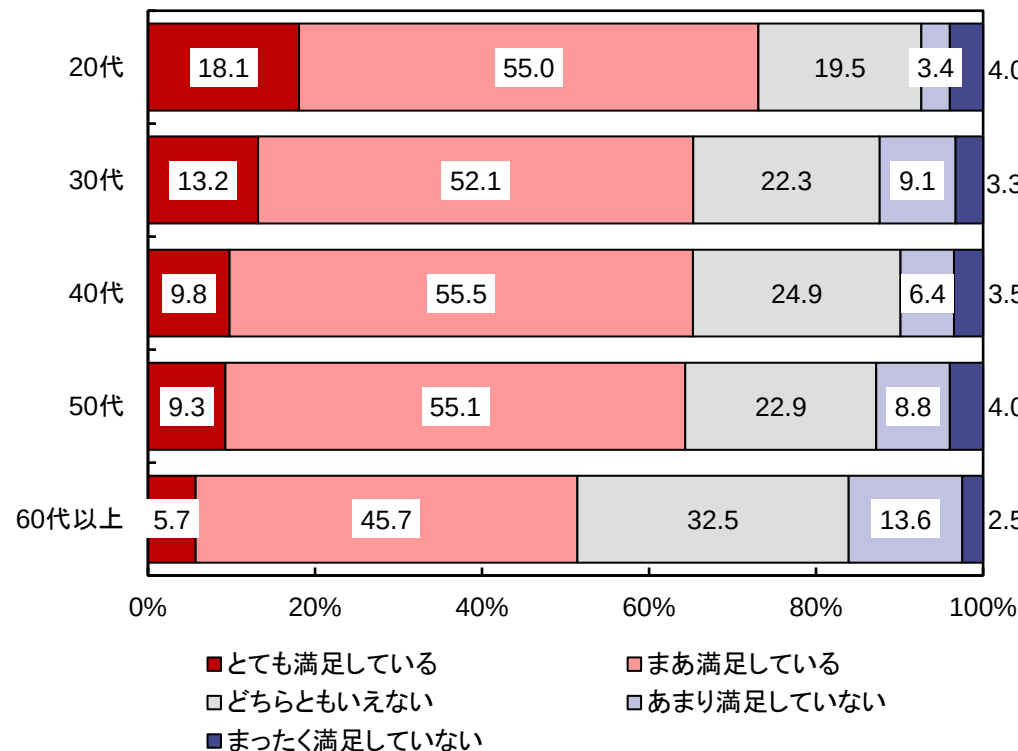
【金融商品の選択基準】



注: 金融資産保有世帯
出所: 金融経済教育推進機構「家計の金融行動に関する世論調査(2024年)」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

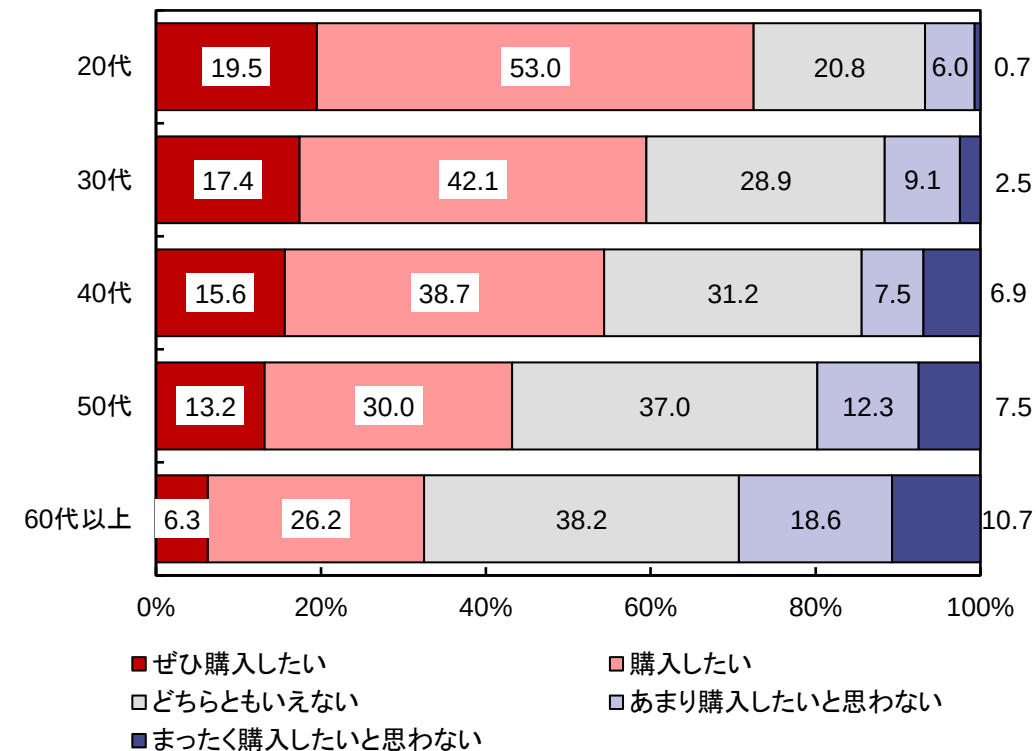
- 若年・中高年層の金融資産は少ない。安全性よりも収益性重視(P.22)
- 他方、NISA口座数が増加するなど(P.24)、証券投資に関心
- 特に若年層の個人向け国債購入者の満足度は高く、再購入の意欲も高い

【個人向け国債購入者の満足度】



出所: 財務省「令和6年度 国債広告の効果測定に関する調査委託業務」
より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

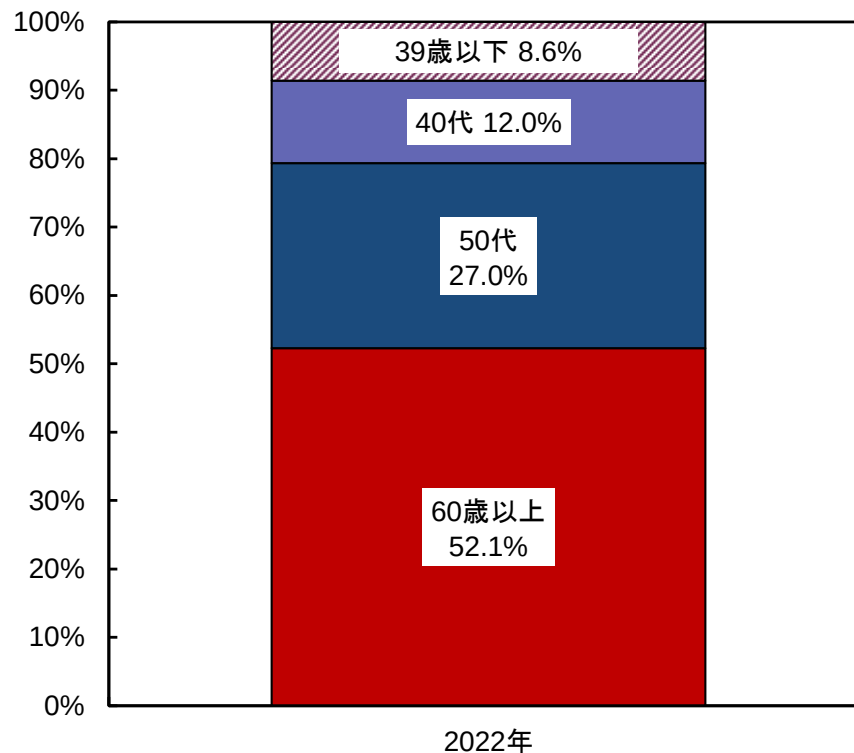
【個人向け国債購入者の今後の購入意向度】



出所: 財務省「令和6年度 国債広告の効果測定に関する調査委託業務」
より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

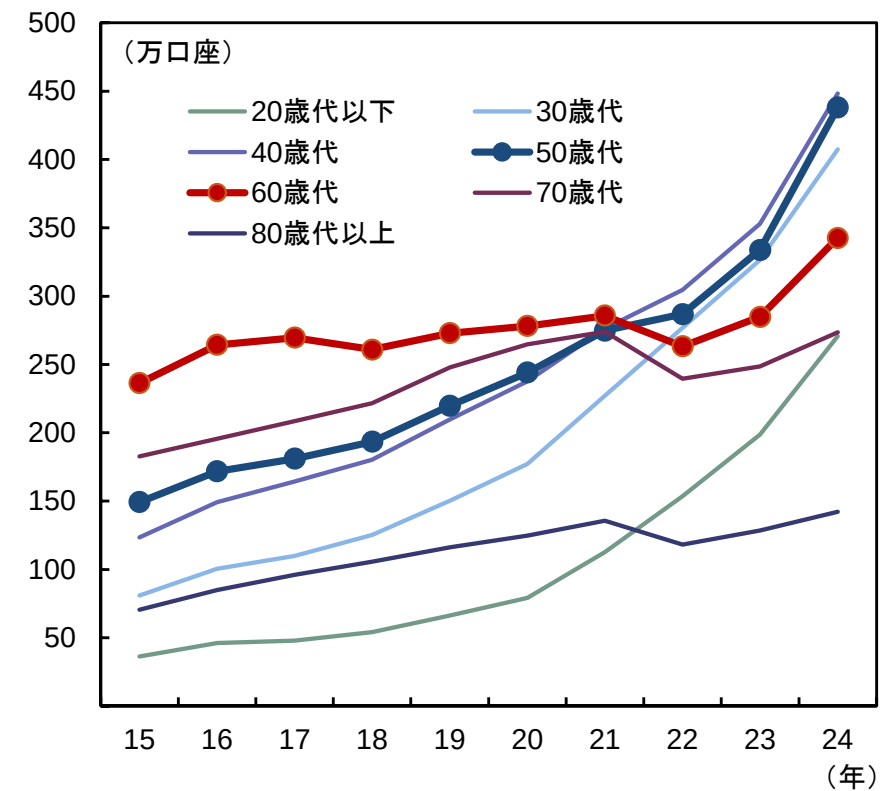
- 相続人(相続を受ける人)は、50代と60歳以上が多く、預金の保有額が多い
- 現状、国債はNISAの対象外だが、対象となれば投資拡大の余地あり

【相続人等の年齢構成】



出所: 税制調査会資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【NISA口座数の推移】



注: 各年3月末時点の値

出所: 金融庁より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【家計の国債保有を促進する上で利点と課題(例)】

制度		
NISA		
利点	・既存の仕組みを活用して家計の国債保有促進が可能 ・NISA口座に国債を組み入れることで、安全資産とリスク性資産を一括して管理可能	
課題	・現状、個人向け国債はNISAの対象外 ・預金を多く保有する70歳代以上のNISA加入者数が多くない ・投資可能額に上限あり	
商品		
	投信・ファンド	個人向け国債
利点	・民間が需要動向に応じて様々な商品を提供可能	・最低金利保証あり ・換金時の価格変動リスクなし ・政府が需要動向に応じて商品設計可能
課題	・民間主導であるため、最低金利保証や価格変動リスクの制限は困難か	・現状は中途換金に一部制限 ・商品設計変更や新商品追加の場合、追加的なコストがかかる可能性

出所：三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

Appendix

	EE Bonds	I Bonds
発行開始時期	1980年～	1998年～
商品特性	満期は30年。固定金利(20年後に利率変更の可能性)。半年複利(利息を元本に加算)。20年保有で少なくとも2倍の価値を保証。発行後、1年未満は換金不可、5年未満は直前3ヵ月利子が差し引かれる	満期は30年。固定金利 + 変動金利。半年複利(利子を元本に加算)。変動金利はインフレ連動。元本保証あり。発行後、1年未満は換金不可、5年未満は直前3ヵ月利子が差し引かれる
税制優遇	州・地方税非課税、教育目的なら連邦税の非課税も可能	州・地方税非課税、教育目的なら連邦税の非課税も可能
購入方法	Treasury Direct(オンライン)	Treasury Direct(オンライン)
購入制限	\$10,000/年	\$10,000/年

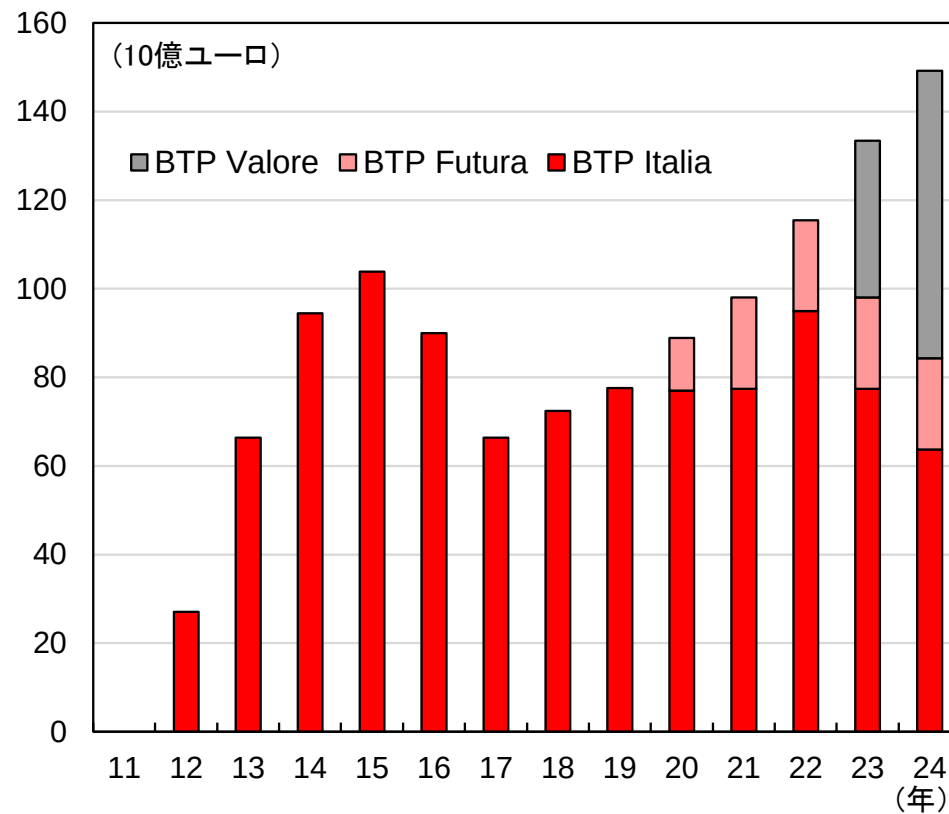
	Premium Bonds	Green Saving Bonds	Income Bonds	Guaranteed Income bonds	Guaranteed Growth bonds
発行開始時期	1956年～	2021年～	1982年～	2008年～	2008年～
商品特性	満期無し。利子は無く毎月の抽選で賞金を獲得(1ポンドにつき1口の個別番号を付与)。元本保証あり(換金額は元本と同額)。1ポンド単位で換金可能。換金時にペナルティなし	満期は現在3年。固定金利(年1回払い)。途中換金不可	満期無し。市場金利等を参照した変動金利(毎月払い)。換金時にペナルティなし	満期は1～5年。固定金利(毎月払)。途中換金不可	満期は1～5年。固定金利。年複利(利子を元本に加算)、途中換金不可
税制優遇	所得税非課税	なし	なし	なし	なし
購入方法	オンライン、電話、郵送	オンライン	オンライン、電話、郵送	オンライン、電話、郵送	オンライン、電話、郵送
購入制限	最大保有額:5万ポンド	10万ポンド/発行・人	100万ポンド	100万ポンド/発行・人	100万ポンド/発行・人

注: 税制優遇について、利子所得は別途、Personal Savings Allowance(貯蓄利子に対する非課税枠)の対象
 出所: NS&Iより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

	BTP Italia	BTP Futura	BTP Valore	BTP Più
発行開始時期	2012年～	2020年(コロナ禍)に限定発行	2023年～	2025年～
商品特性	インフレ連動債。満期は4年、6年、8年。利払いは半年毎。最低実質利率保証。元本保証。発行時に購入し、償還まで保有した場合にボーナス	満期は、第1回:10年、第2回:8年、第3回:16年。利払いは半年毎。クーポンは時間の経過とともに「ステップアップ方式」で増加。最低利率保証。満期まで保有した投資家に対してロイヤルティ・プレミアム:第1回と第2回はGDP成長率に応じて投資元本に対して1%～3%。第3回は8年目に0.4%～1.2%の中間プレミアム、満期時に前半のGDP成長率に応じて0.6%～1.8%、後半のGDP成長率に応じて1%～3%	満期は4～8年。利払いは、第1回:半年毎、第2回以降:四半期毎。クーポンは時間の経過とともに「ステップアップ方式」で増加。満期まで保有した投資家に対してボーナス(直近第6回は0.8%)	BTP Valoreの一種。満期は8年。利払いは四半期毎。クーポンは時間の経過とともに「ステップアップ方式」で増加。4年目終了時に元本の全部または一部の早期償還オプション
税制優遇	収益に対する税率は12.5% (軽減税率)、相続税の対象外	収益に対する税率は12.5% (軽減税率)、相続税の対象外	収益に対する税率は12.5% (軽減税率)、相続税の対象外	収益に対する税率は12.5% (軽減税率)、相続税の対象外
購入方法	銀行、郵便局、オンライン	銀行、郵便局、オンライン	銀行、郵便局、オンライン	銀行、郵便局、オンライン
購入制限	なし(需要を満たすまで)	なし(需要を満たすまで)	なし(需要を満たすまで)	なし(需要を満たすまで)

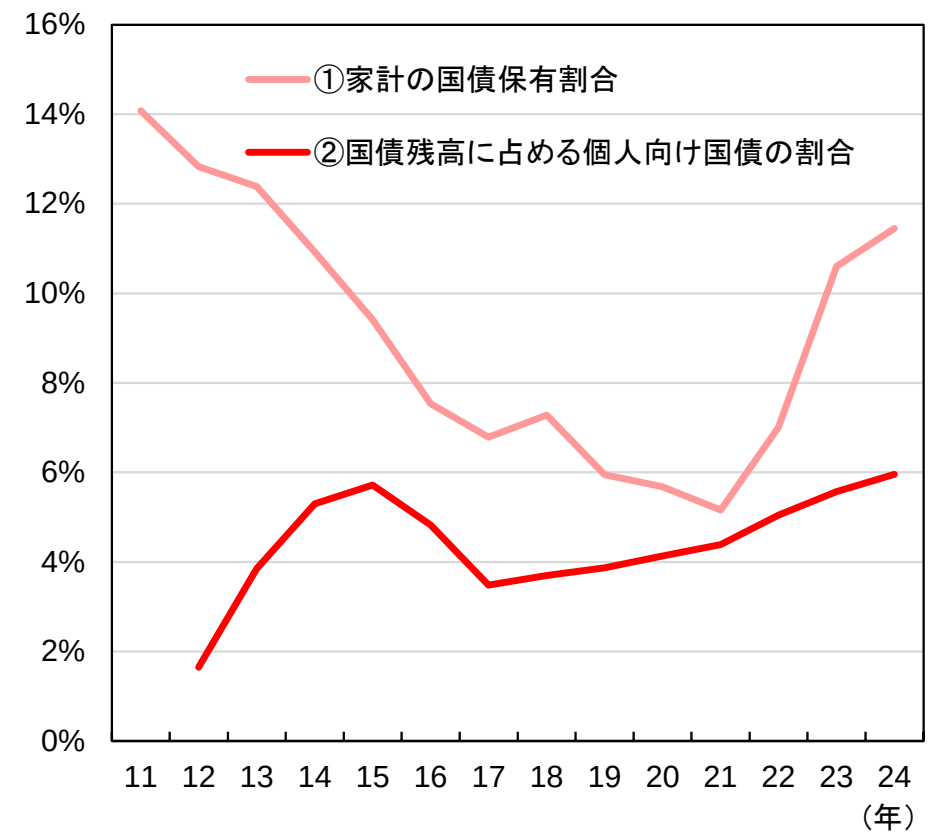
出所:MEFより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【イタリアの個人向け国債残高】



出所: MEFより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【イタリアの家計の国債保有と個人向け国債】



注: 短国を除く。①の「家計」はHouseholds and Nonprofit Institutions Serving Households

出所: MEF、イタリア中銀より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成



三菱UFJモルガン・スタンレー証券
インベストメントリサーチ部 デットリサーチ課長
シニア債券ストラテジスト
大塚 崇広（おおつか たかひろ）

担当：債券需給分析、債券投資家動向分析、債券投資戦略
アセットスワップを含む相対価値分析

経歴：

2011年4月、第一生命保険入社。同年6月、第一生命経済研究所出向。日本経済担当エコノミストとして経済分析・予測業務に従事。

2014年7月、三菱UFJモルガン・スタンレー証券に入社し、エコノミスト/債券ストラテジスト業務を開始。金融市場営業第一部でのデスクストラテジスト業務等を経て、2016年12月からは欧州経済・国債市場分析を担当。海外留学を経て、2024年3月より円債市場分析担当。現在に至る。東京大学経済学部金融学科卒業、The London School of Economics and Political Science (LSE) 修士課程 (Political Economy of Europe) 修了。

公益社団法人日本証券アナリスト協会認定アナリスト

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容(複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容)が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下「MUMSS」)は、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト及びアナリストの取引関与家族(アナリストが代理人となっている者またはその者が行う証券投資に関してアナリストが投資判断に関与している者)は、原則として当該アナリストの担当企業の有価証券の売買を禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSSの役員(以下、会社法(平成17年法律第86号)に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう)は、次の会社の役員を兼任しています: UN Eヤフー、三菱UFJフィナンシャル・グループ、ふくおかフィナンシャルグループ、福岡銀行、東京海上日動火災保険

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

免責事項

本資料は、MUMSSが、本資料を受領されるMUMSS及びその関係会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨、あるいは特定の証券取引その他の金融商品取引の勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本資料内でMUMSSが言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFGについては投資判断の対象としておりません。

本資料に含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関係会社等は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものでもなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本資料に含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくっている可能性があります。本資料内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSSは本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。ここに示したすべての内容は、MUMSSの現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、そのアドレス等がMUMSS自身のものである場合を除き、ウェブサイト等の内容についてMUMSSは一切責任を負いません。MUMSSは、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している、あるいは今後発行する場合があります。また、MUMSSは関係会社等と完全に独立して資料を作成しています。そのため、本資料中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成する資料に示されるものと乖離する場合があります。

本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券又は金融商品は、価格の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本資料は、特定のお客様のための投資判断に向けられたものではなく、本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本資料で言及されている有価証券や金融商品に関連する投資及びサービスは、全てのお客様にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS及びその関係会社等は、お客様が本資料を利用したこと又は本資料に依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含みますが、これらに限られません）についても一切責任を負わないとともに、本資料を直接・間接的に受領するいかなる者に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSSその他MUFG関係会社等、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本資料に言及された有価証券、同有価証券の派生商品及び本資料に記載された企業によって発行されたその他の有価証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本資料で示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関係会社等に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。本資料の利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることにご注意ください。なお、MUMSSは、会社法第135条の規定により自己の勘定でMUFG株式の取得を行うことを禁止されています。

本資料で言及されている有価証券、金融商品等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本資料の配布及び使用は、資料の配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する個人もしくは法人を対象とするものではありません。

欧州経済地域: 本資料は、欧州経済地域において、MUFGのグループ会社であるMUFG Securities (Europe) N.V. (以下「MUS (EU)」)。電話番号: +31-20-799-0200) 及びMUS (EU)のバリ支店により配布されます。MUS (EU)はオランダ国内において、Dutch Authority for the Financial Markets (オランダ金融市場庁、「AFM」) の認可及び規制、並びにDe Nederlandsche Bank (オランダ銀行、「DNB」) の規制を受けています。またMUS (EU)バリ支店は、フランス国内においてAutorité de contrôle prudentiel et de résolution (仏健全性監督破綻処理機構、「ACPR」) 並びにAutorité des marchés financiers (フランス金融市場庁、「AMF」) の規制を受けています。

本資料は、professional client (プロ投資家) 又はeligible counterparty (適格カウンターパーティー) 向けに作成されたものであり、MIFID II Directive (2014/65/EU) に定義されたretail clients (リテール投資家) を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS (EU)は、本資料を他の欧州経済地域加盟国においてもprofessional investors (若しくはこれと同等の投資家) に配布する場合があります。本資料はMUS (EU)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。

英国: 本資料は英国において、MUFGのグループ会社であるMUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」)。電話番号: +44-207-628-5555) により配布されます。MUS(EMEA)は英国国内において、Prudential Regulation Authority (ブルーデンス規制機構、「PRA」) の認可及びFinancial Conduct Authority (金融行動監視機構、以下「FCA」) とPRAの規制を受けています (FS Registration Number 124512)。本資料は、professional client (プロ投資家) 又はeligible counterparty (適格カウンターパーティー) 向けに作成されたものであり、FCA規則に定義されたretail clients (リテール投資家) を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。

本資料は、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。

米国: 本資料が米国において配布される場合、本資料はMUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」) により配布されます。MUSAは、米国においてSecurities and Exchange Commission (「米国証券取引委員会」) にブローカー・ディーラー (証券会社) として登録され、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」) のメンバーです (SEC# 8-43026; CRD# 19685)。

本資料がMUSAにより配布される場合、本資料の配布対象者は機関投資家 (FINRA規則4512 (c) が定める「Institutional Accounts (機関投資家)」) になります。本資料がMUSAの米国外の関係会社等により米国内に配布される場合、本資料の配布対象者は1934年米国証券取引所法の規則15a-6に基づくmajor U.S. institutional investors (主要米国機関投資家) またはU.S. institutional investors (米国機関投資家) に限定されます。MUSA及びその関連会社等は本資料で言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本資料は有価証券の売買及びその他金融商品への投資等への勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。

IRS Circular 230 Disclosure (米国内国歳入庁 回示230Iに基づく開示) : MUSAは税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本資料内 (添付文書を含む) の税金に関する記述は、MUSA及び関係会社以外の個人・法人が本資料で取り扱っている事項に関して勧誘・推奨を行う目的、または米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したのではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

カナダ: 本資料がカナダにおいて配布される場合、本資料はMUFG Securities (Canada), Ltd. (以下「MUS(CAN)」)、MUS(EMEA)、MUSAにより配布されます。

MUS(CAN)は、カナダにおいてOntario Securities Commission (オンタリオ証券委員会、「OSC」)に登録され、カナダの各州及び準州においてはCanadian Investment Regulatory Organization (カナダ投資業規制機構、「CIRO」)のメンバーであり、Canadian Investor Protection Fund (カナダ投資家保護基金、「CIPF」)のメンバーでもある投資ディーラーです。顧客口座はCIPFにより、指定された限度内で保護されます。

カナダにおいて、MUS(EMEA)およびMUSAはそれぞれ、International Dealer Exemptionの措置に基づき金融取引業者としての登録を免除されています。MUS(EMEA)は次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています：アルバータ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、オンタリオ州、ケベック州。また、MUSAはカナダの全ての州及び準州において金融取引業者としての登録を免除されています。本資料がMUS(EMEA)またはMUSAにより配布される場合、本資料の配布対象はカナダにおけるNational Instrument 31-103によって定義されているpermitted clientに限定され、この定義に該当しない顧客への再配布は想定されていません。本資料がMUS(CAN)により配布される場合、本資料の配布対象は、CIROが定める投資ディーラー規制によって定義されるinstitutional clientに限定され、この定義に該当しない顧客への再配布は想定されていません。本資料に含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目録見書、広告、公募又は本資料に記載の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本資料に含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

日本: 本資料が日本において配布される場合、その配布はMUFGのグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者であるMUMSSが行います。

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.43% (税込み) (ただし約定代金193,000円以下の場合は最大2,750円 (税込み)) の手数料が必要となります。

債券取引には別途手数料はかかりません。手数料相当額はお客様にご提示申し上げる価格に含まれております。

外国株式に関する資料は、Form 10-K等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書 (Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。

本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません (金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

外国株式を委託取引で売買する際は、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細は取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.1% (税込み) の手数料が必要となります。外国株式を国内店頭取引で売買する際は、対価のみの支払いとなります。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。

非上場債券 (国債、地方債、政府保証債、社債) を当社が相手方となりお買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。

シンガポール: 本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の regulation 2 に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(ASIA) シンガポールは Financial Advisers Act の次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第 25 条：一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第 27 条：ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第 36 条：ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。

香港: 本資料はSecurities and Futures Ordinanceにより定義されるprofessional investorを配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

オーストラリア: オーストラリアにおいてホールセール顧客向けに提供される金融サービスに関して、MUS(ASIA)、MUS(EMEA)、およびMUS(USA)は、それぞれAustralian Securities and Investments Commission Class Order Exemption CO 03/1099、CO 03/1103、CO 03/1100に基づき、Corporations Act 2001 of Australiaが定めるオーストラリア金融サービス業ライセンスの保有義務を免除されています。MUS(ASIA)、MUS(EMEA)、およびMUS(USA)は、それぞれ香港、英国、米国の法令に基づき規制を受けており、これらの法令はオーストラリアの法令とは異なります。本資料の配布対象は、Corporations Act of Australiaのsection 708に定めるsophisticated investorsまたはprofessional investorsであり、かつ同法section 761Gに定めるwholesale clientsに該当する顧客に限定されます。本資料は、これらの定義に該当しないオーストラリア居住者への直接的または間接的な配布・転送は想定されていません。

その他の地域:

本資料は、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国 (中華人民共和国「PRC」) を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く) において、複製・発行・配布されてはなりません (ただし、PRCの適用法令に準拠する場合を除きます)。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. All rights reserved.

本資料はMUMSSの著作物であり、著作権法により保護されております。MUMSSの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

また、日経平均株価は日本経済新聞社の著作物です。

〒100-8127

東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

（商号） 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第2336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