三菱UFJモルガン・スタンレー証券

国債市場の需給見通し、および発行年限について



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

※本資料は2026年10月20日現在のデータ・情報をもとに作成されております

＜目次＞

1. 国債市場の需給見通し

(1)超長期ゾーン

(2)長期ゾーン

(3)中期ゾーン

(4)物価連動債

(5)変動利付国債新規発行の課題

2. 発行年限について

(1)諸外国における国債発行年限・債務管理の状況

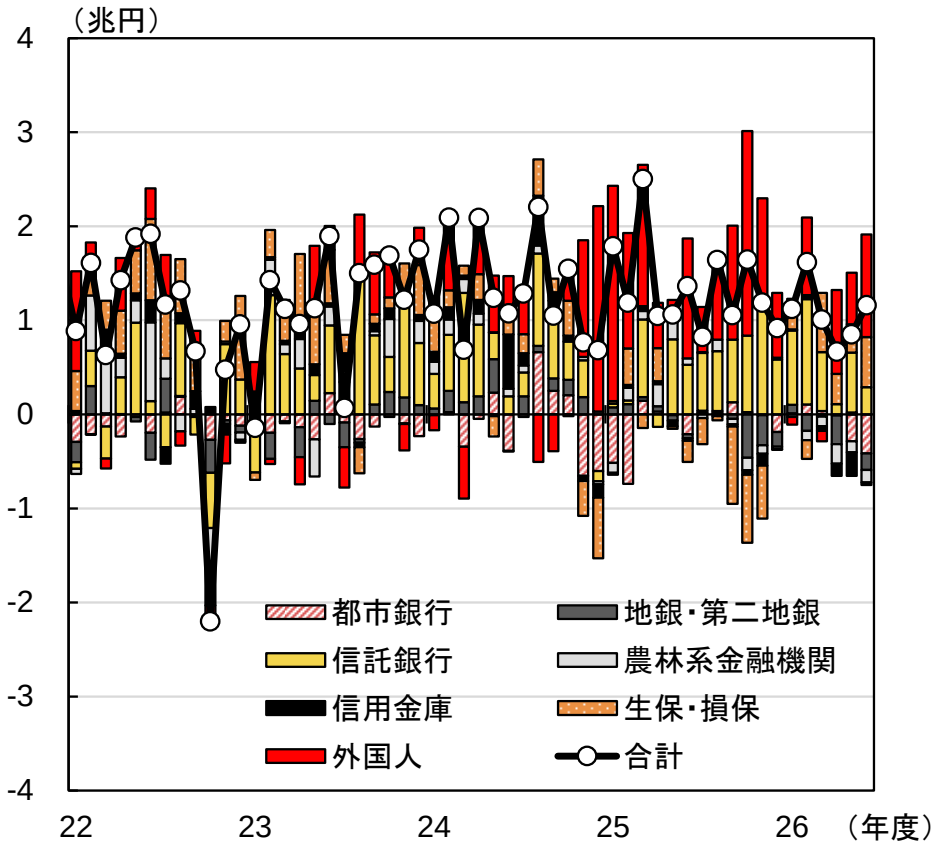
(2)短期国債市場の状況

1. 国債市場の需給見通し

(1)超長期ゾーン

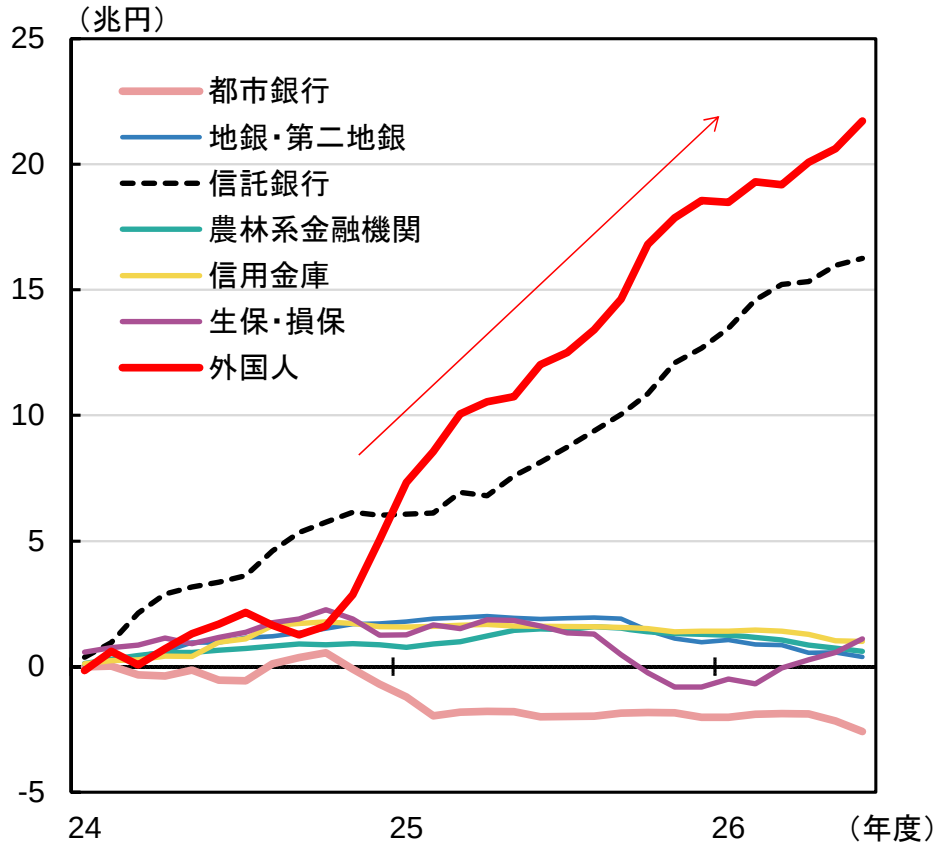
- 近年は、新資本規制対応の終了もあり、主要投資家である国内生保の需要が減退
- 代わりに最大の買い手となったのは海外投資家。その多くが短期筋と推察される

【主要投資家の超長期利付国債ネット売買高】



注：ネット売買高＝買付額－売付額
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

【2024年度以降の超長期国債ネット売買高累計】



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

(1)超長期ゾーン

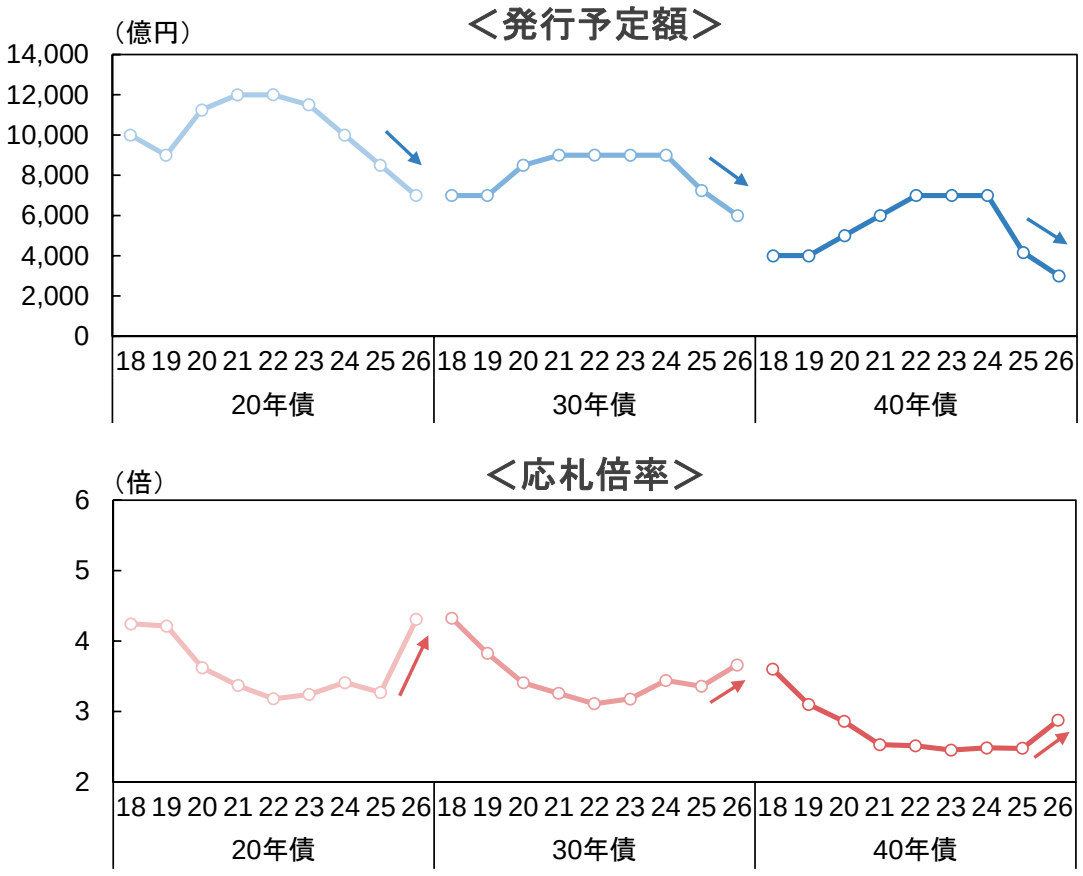
- 超長期国債アセットスワップ(ASW)スプレッドは近年の需給悪化を示唆
- 一方、財務省による継続的な発行減額の効果もあり、2026年度以降は需給が改善方向

【超長期国債ネット供給額と30年ASWスプレッド】



注1 :ネット供給額＝財務省発行額－日銀買入れ額。財務省発行額には流動性供給入札(15.5<11>－39年)分を含む。3ヵ月移動平均値。
注2 :ASWスプレッド＝国債利回り(Bloombergパー・レート)－スワップ固定金利(OISベース)。2021年2月以前はLIBORベースのASWスプレッドにフォールバック時のスプレッド調整値を加算。
出所:財務省、日本銀行、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【超長期利付国債入札の発行予定額と応札倍率】

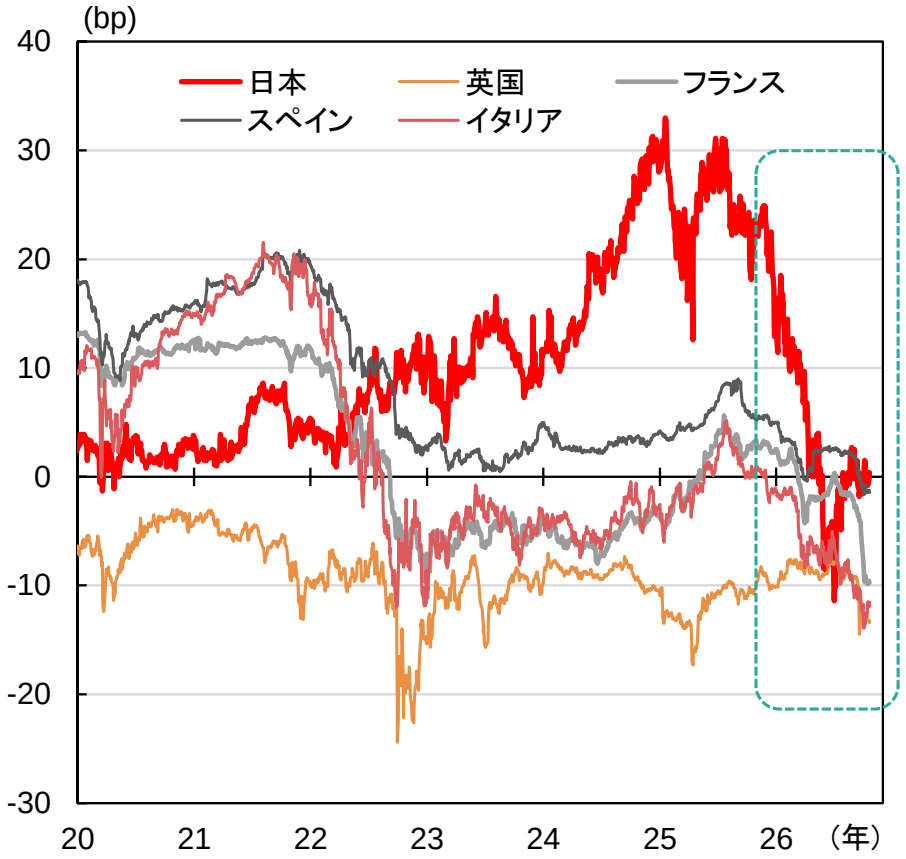


注:横軸は年度。26年度は10月まで
出所:財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(1)超長期ゾーン

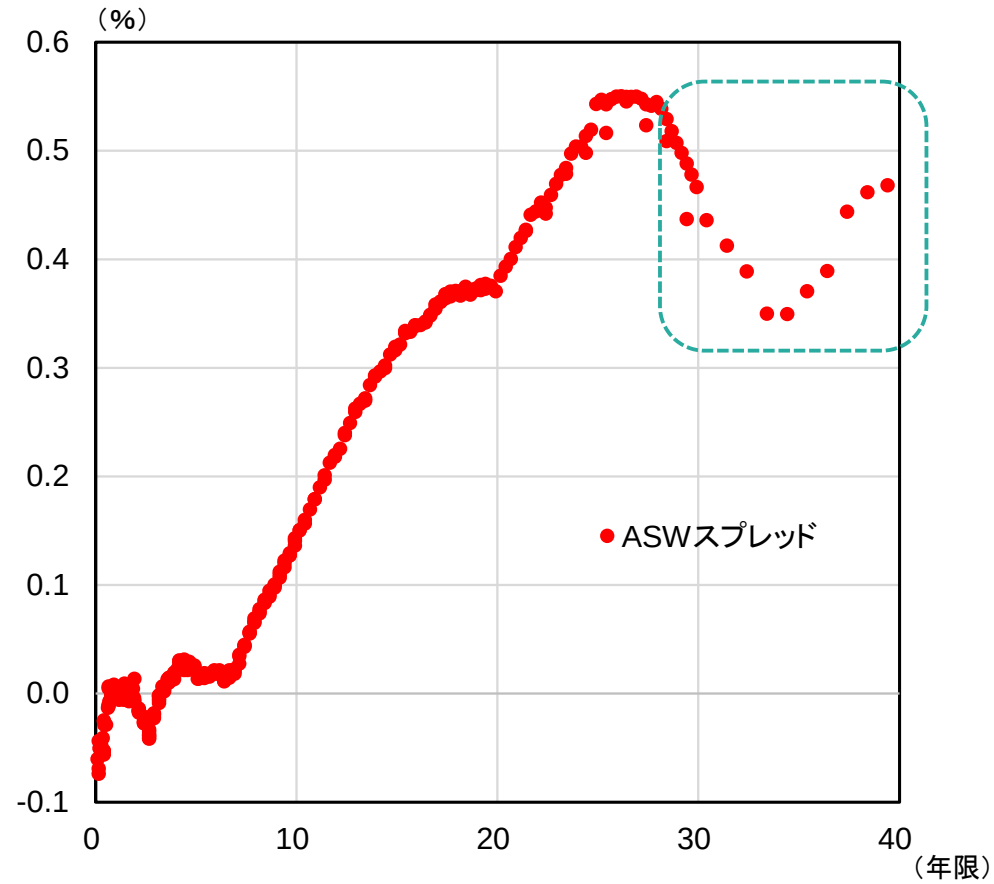
- 特に40年債の需給が2025年後半頃から改善。コンベクシティ価値を見直す動きか
- 40年債の需要は一定量、存在。足元、発行者側のコスト(利率)は30年債と同等かそれ以下

【各国国債30年40年利回りスプレッド】



注:コンベクシティ価値とは、金利が動いたときに「金利低下による値上がり」の方が、「同じ幅の金利上昇による値下がり」より大きくなる効果
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ASWスプレッドの期間構造】

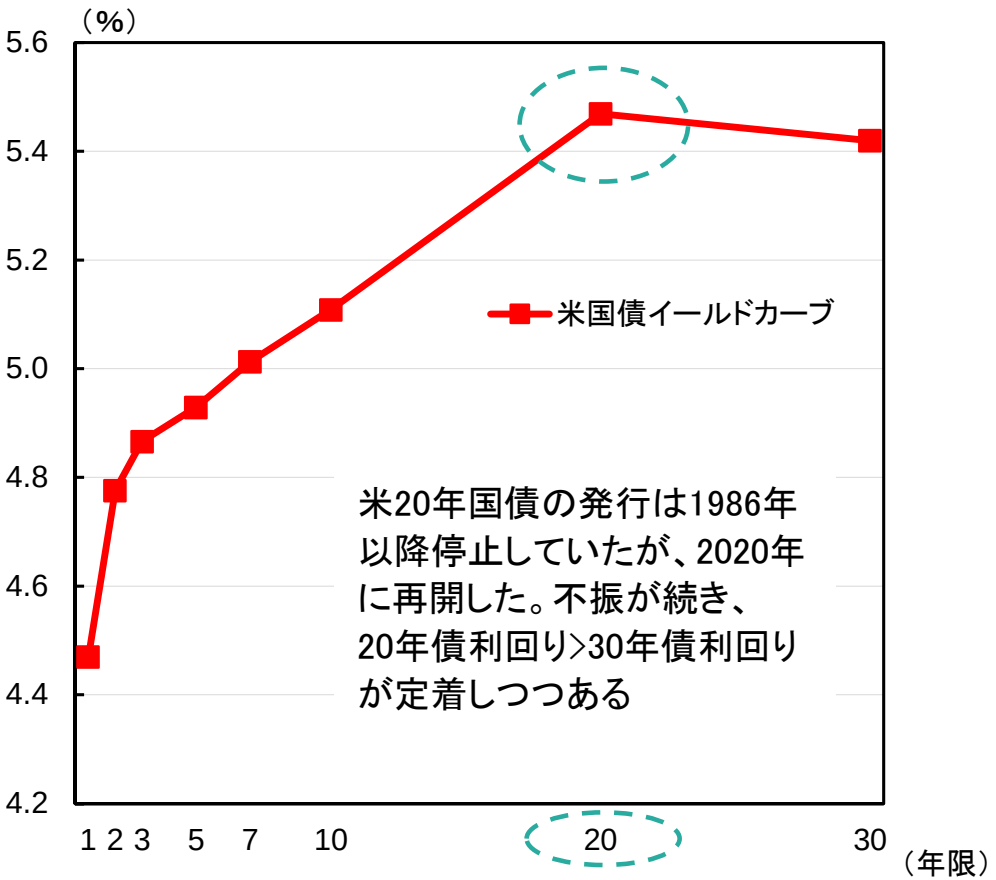


注:2026年10月20日時点
出所:Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(1)超長期ゾーン

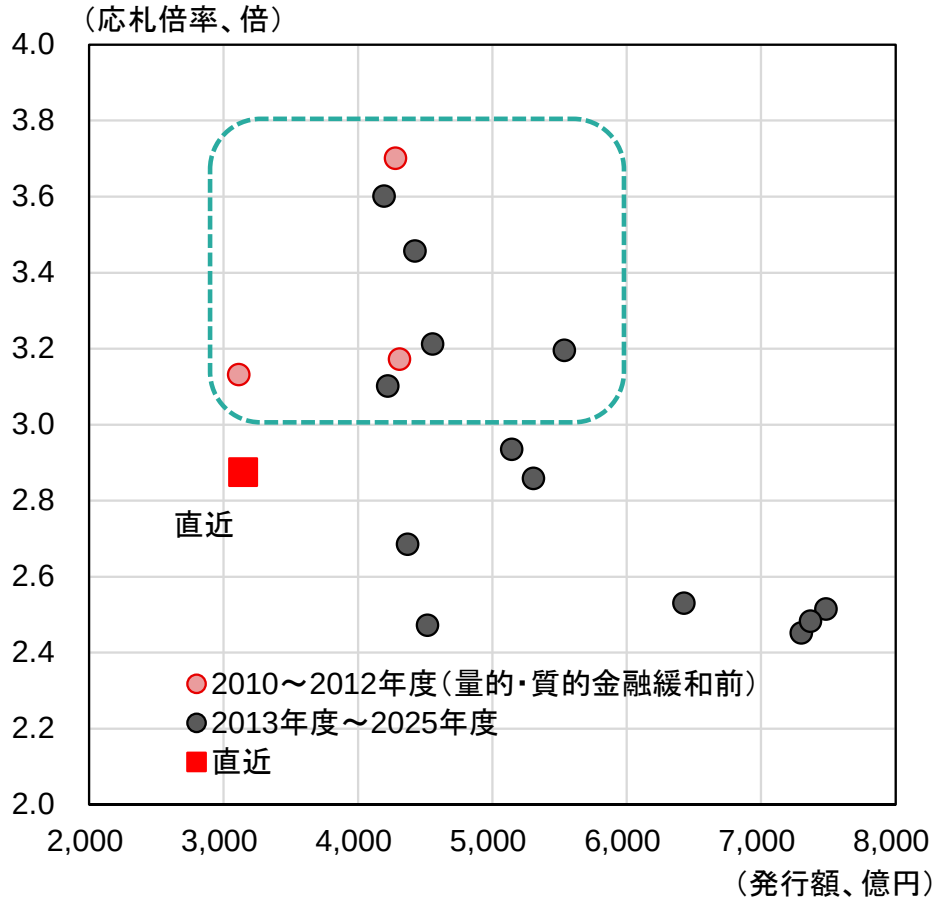
- 一度発行を停止した後の再開コストは高い可能性(米国20年債の例)
- 長期的にみると需要が回復する可能性も。ベンチマークとしての利用価値も

【米国債のイールドカーブ】



注:2026年10月20日時点
出所:Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【40年利付国債の発行額と応札倍率】

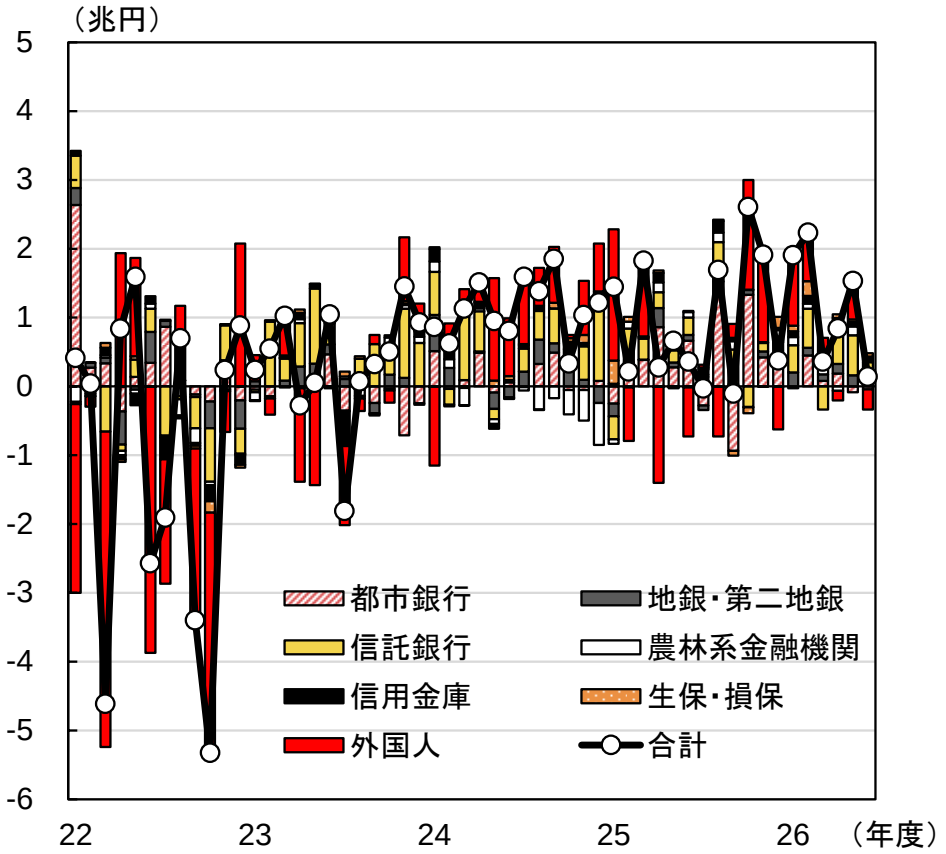


注:年度平均値(2026年度は9月まで)。発行額は第Ⅱ非価格競争入札を含む落札額
出所:財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(2)長期ゾーン

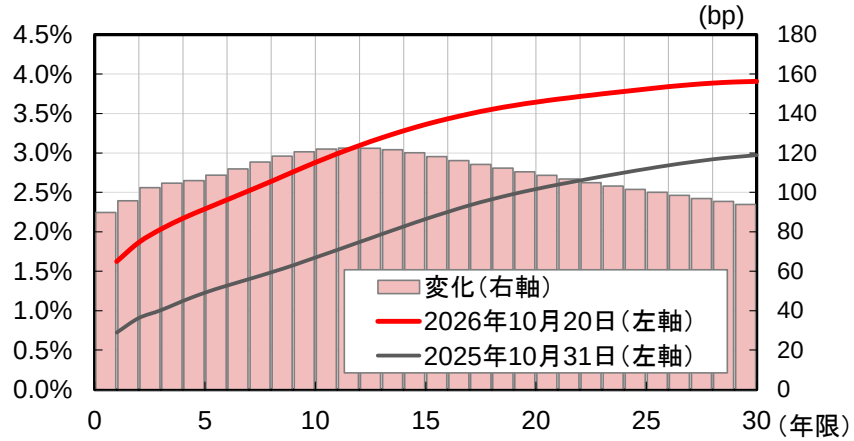
- 近年は、信託銀行(年金需要)を除くと、安定的な買い手が見当たらず
- インフレ警戒感もあり、2025年秋以降は年限10年程度を中心に利回りが上昇

【主要投資家の長期利付国債ネット売買高】



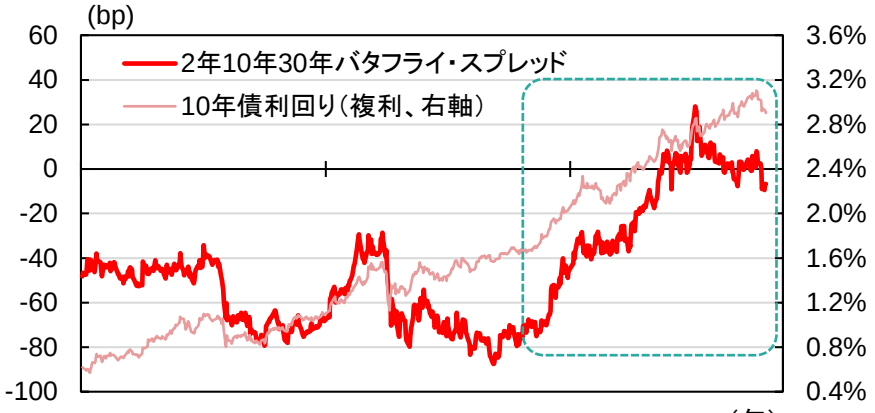
注:ネット売買高＝買付額－売付額
出所:日本証券業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【2025年秋以降の日本国債イールドカーブ変化】



注:Bloombergパー・レートより計算
出所:Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【日本国債利回りとバタフライ・スプレッド】

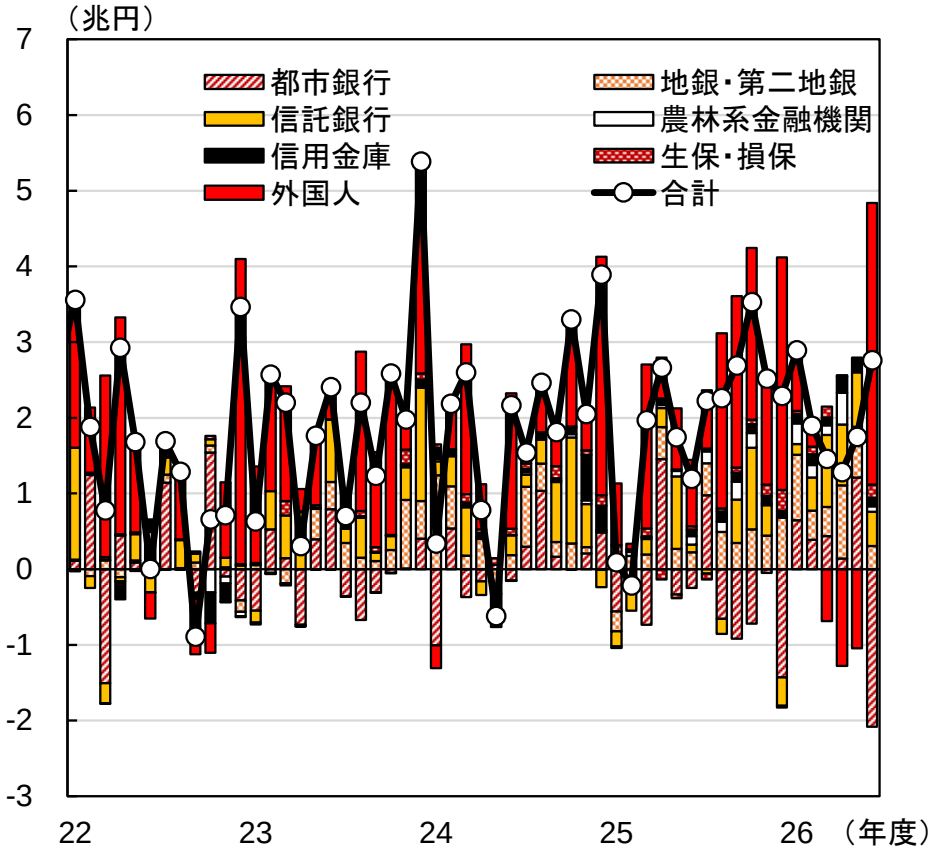


注:2年10年30年ﾊﾞﾀﾌﾗｲ･ｽﾌﾟﾚｯﾄﾞ＝10年利回り×2－2年利回り－30年利回り
出所:財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(3) 中期ゾーン

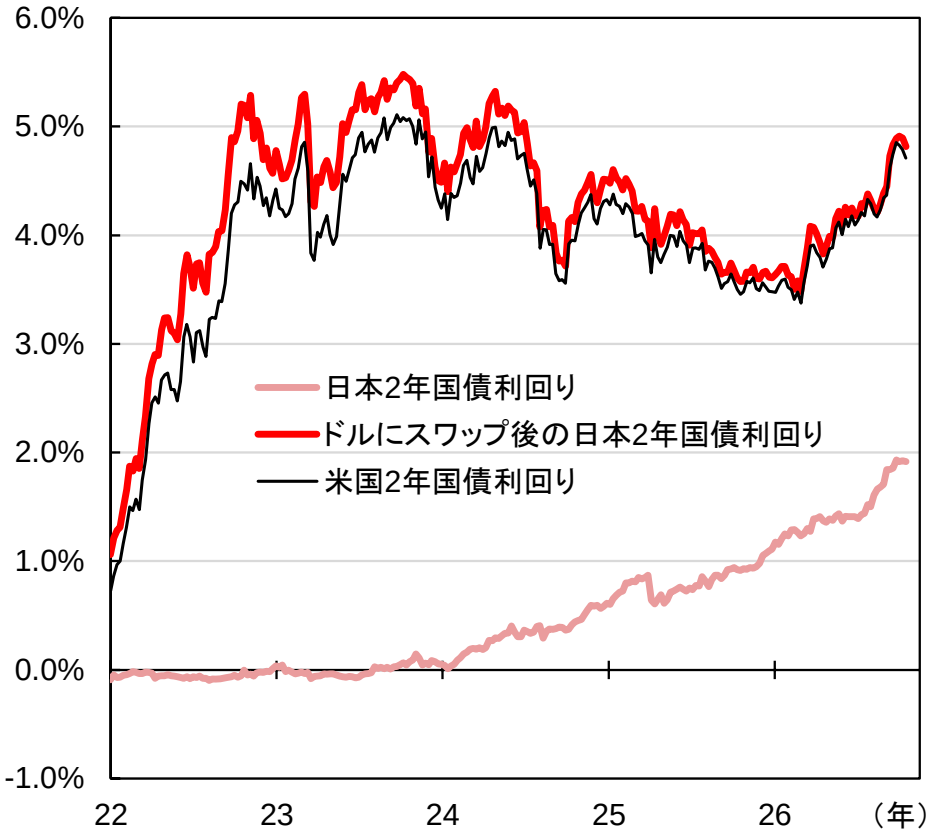
- 中期利付国債は近年、海外投資家からの需要が目立つ。海外中銀等が通貨ベーシスを活用か
- 2026年6～8月の売り越しは日銀利上げ観測に基づくフラットナー構築を反映か

【主要投資家の中期利付国債ネット売買高】



注：ネット売買高＝買付額－売付額
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

【ドルにスワップ後の日本2年国債利回り】

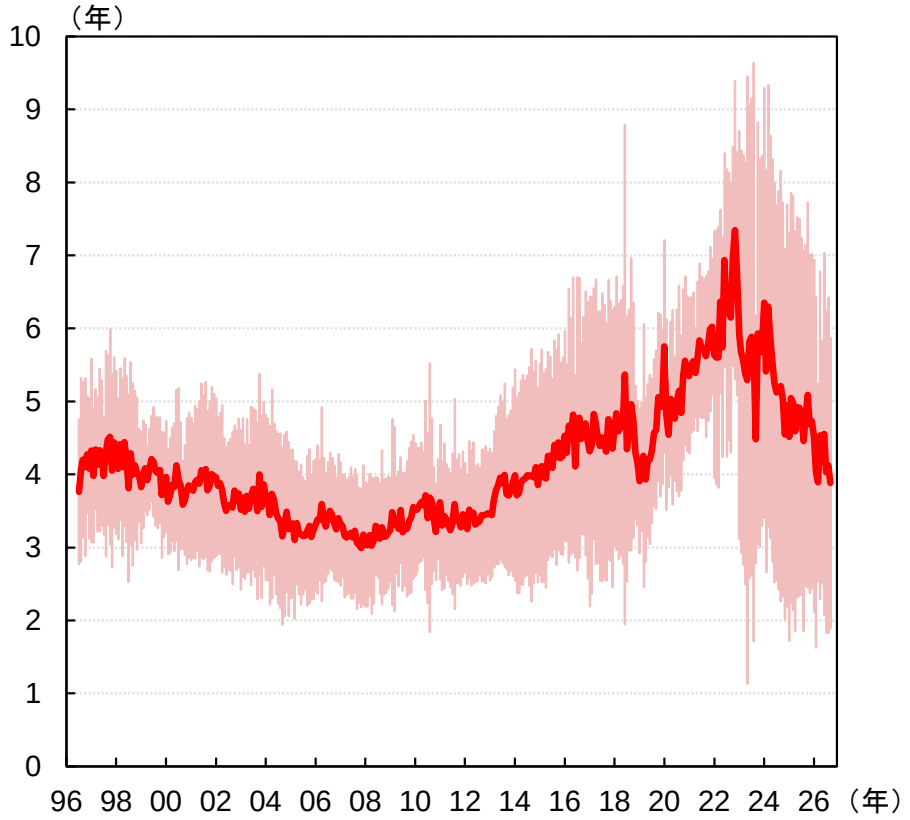


出所：Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(3)中期ゾーン

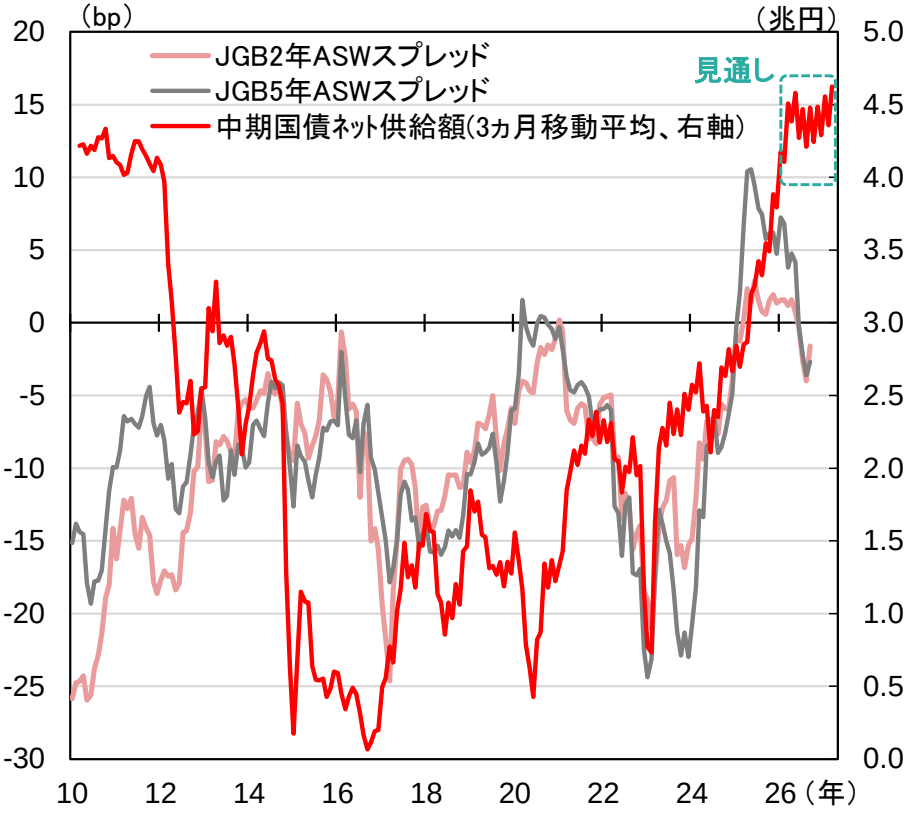
- 日銀による利上げ継続等で当面は海外勢による需要減退の可能性も、国内銀行勢のデュレーション短期化の動きも踏まえると、中長期的には底堅い需要が継続か
- 現状の中期国債ASWスプレッドは底堅い需要を示唆

【銀行の保有債券平均デュレーション】



注:バンドは標準偏差
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

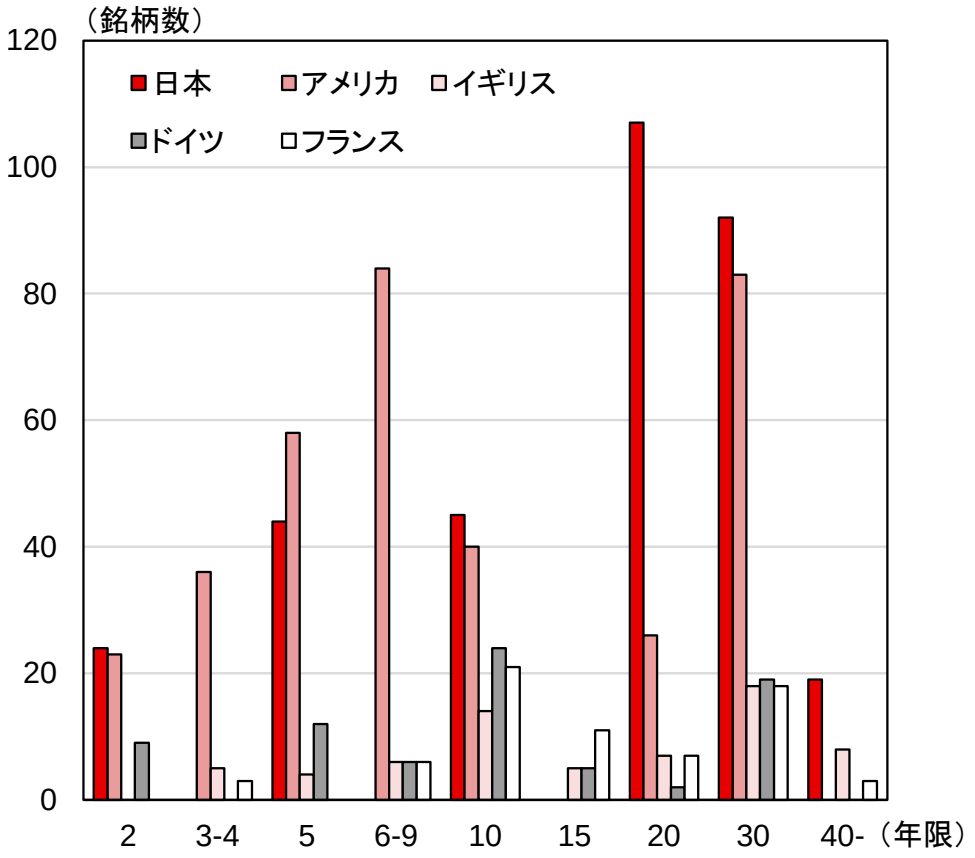
【中期国債ネット供給額と2年・5年ASWスプレッド】



注1:ネット供給額=財務省発行額-日銀買入れ額。財務省発行額には流動性供給入札(1-5年)分を含む。3ヵ月移動平均値。
注2:ASWスプレッド=国債利回り(Bloombergパー・レート)-スワップ固定金利(OISベース)。2021年2月以前はLIBORベースのASWスプレッドにフォールバック時のスプレッド調整値を加算。
出所:財務省、日本銀行、Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

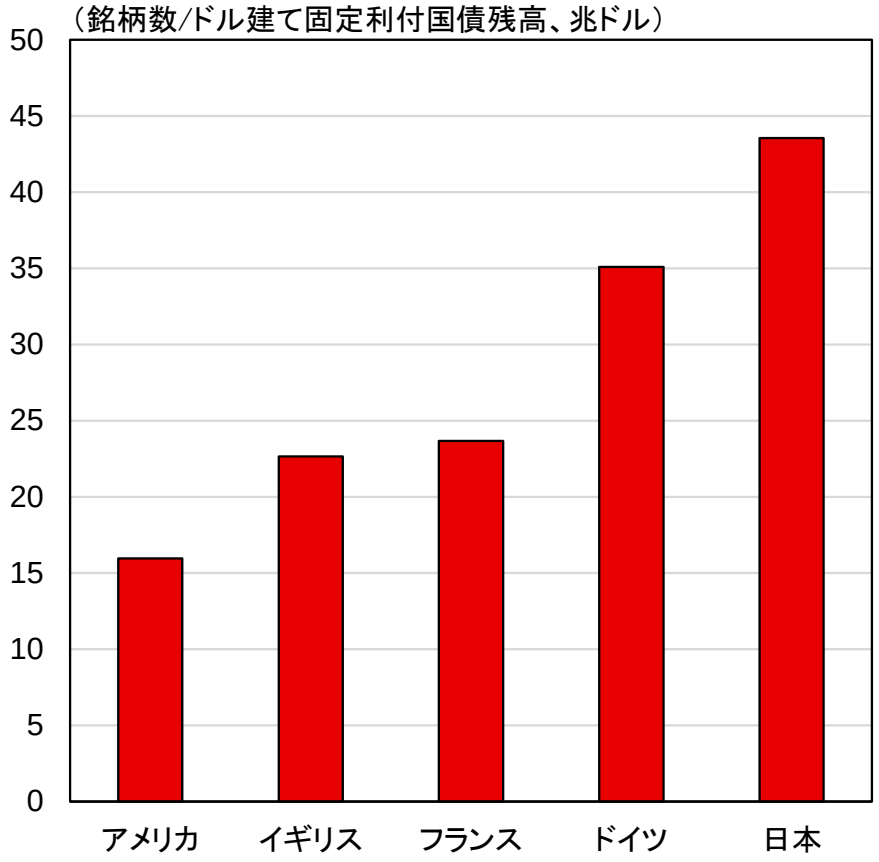
（参考）固定利付国債の銘柄数

【各発行年限の銘柄数】



注：2026年10月20日時点
出所：Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【国債残高規模対比の銘柄数】

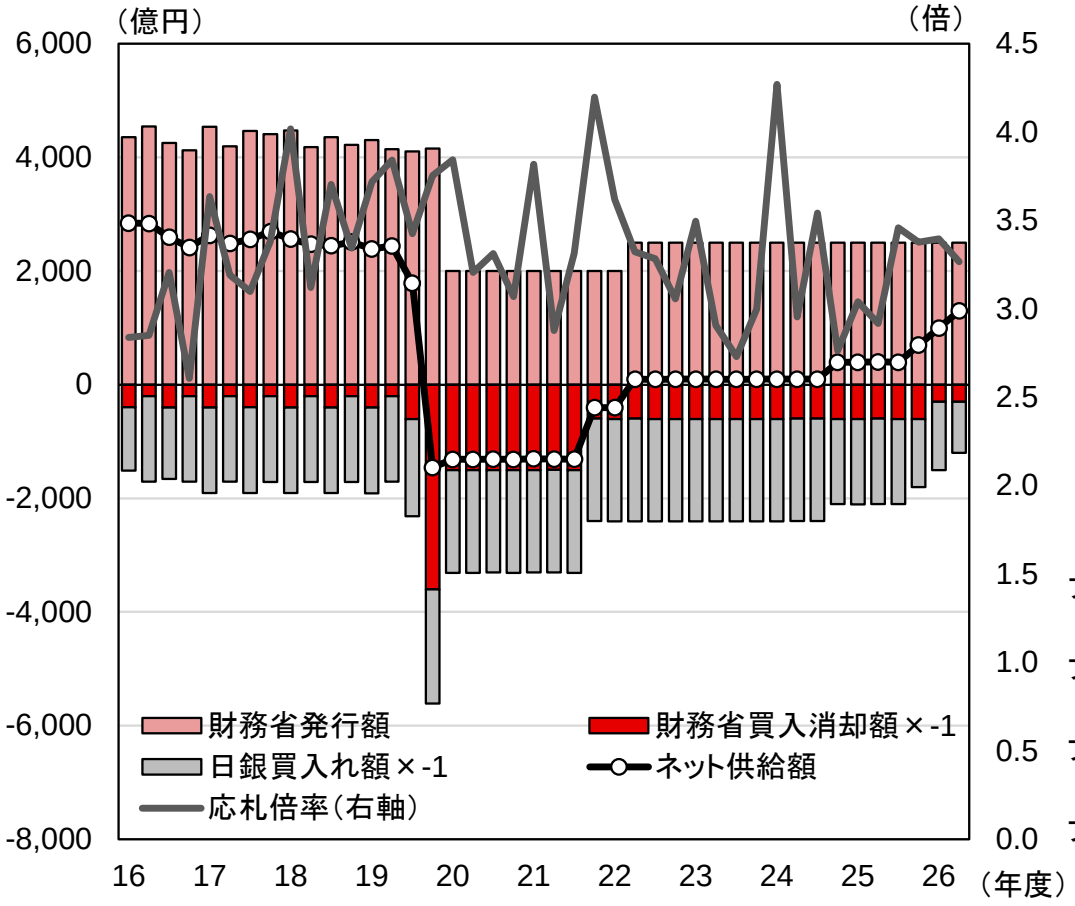


注：2026年10月20日時点。為替レートは2025年平均値を使用。
為替水準によっては見え方が変化することに留意。
出所：Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

（4）物価連動債

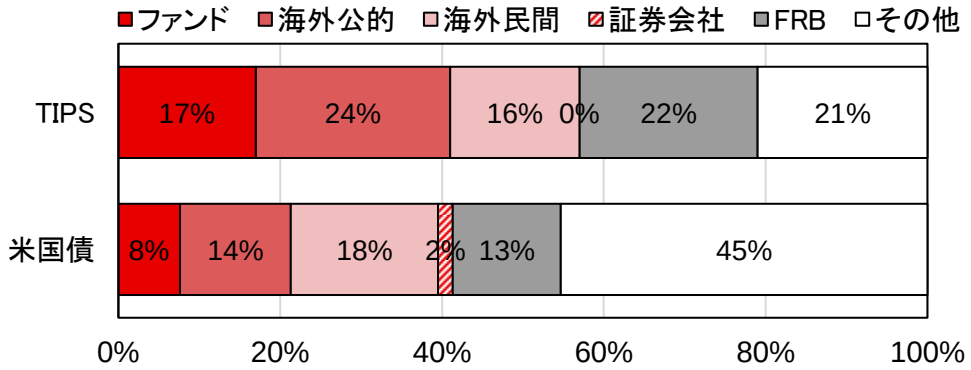
- 物価連動債はネット供給額が増加も、需給安定。インフレ環境への変化を反映か
- さらなる需要育成が課題に。米国はファンドによる需要が多い。一方で、日本の物価連動国債ファンドの規模は依然として小規模

【日本の物価連動債需給動向】



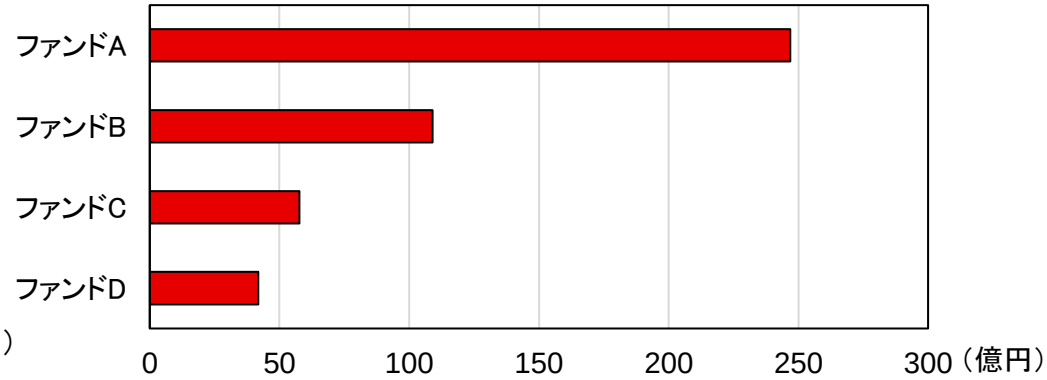
注：ネット供給額＝財務省発行額－日銀買入れ額－財務省買入消却額
出所：財務省、日本銀行より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【米国債とTIPSの保有者構造】



注：米国債は2025年、TIPSは2021年。米国債は短期国債を含む
出所：米財務省、FRB、TBACより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【日本の主要物価連動国債ファンドの規模】



出所：各ファンドの月次レポート（最終閲覧日：26年10月16日）より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

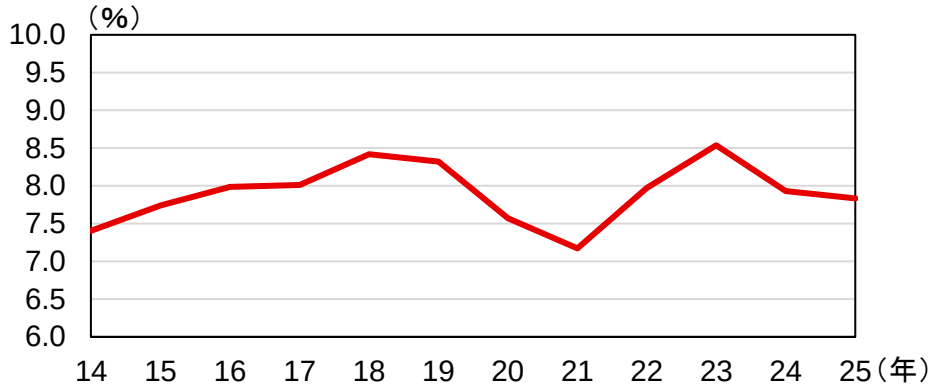
(5)変動利付国債新規発行の課題

- 米国は変動利付債を利付国債の8%程度の規模で安定的に発行
- MMFが変動利付国債の60%を保有、安定投資家に
- 日本でも変動利付国債の安定消化に向けて、制度面の整備とともにMMF市場の拡大が課題に

【米国の変動利付国債発行方法の概要】

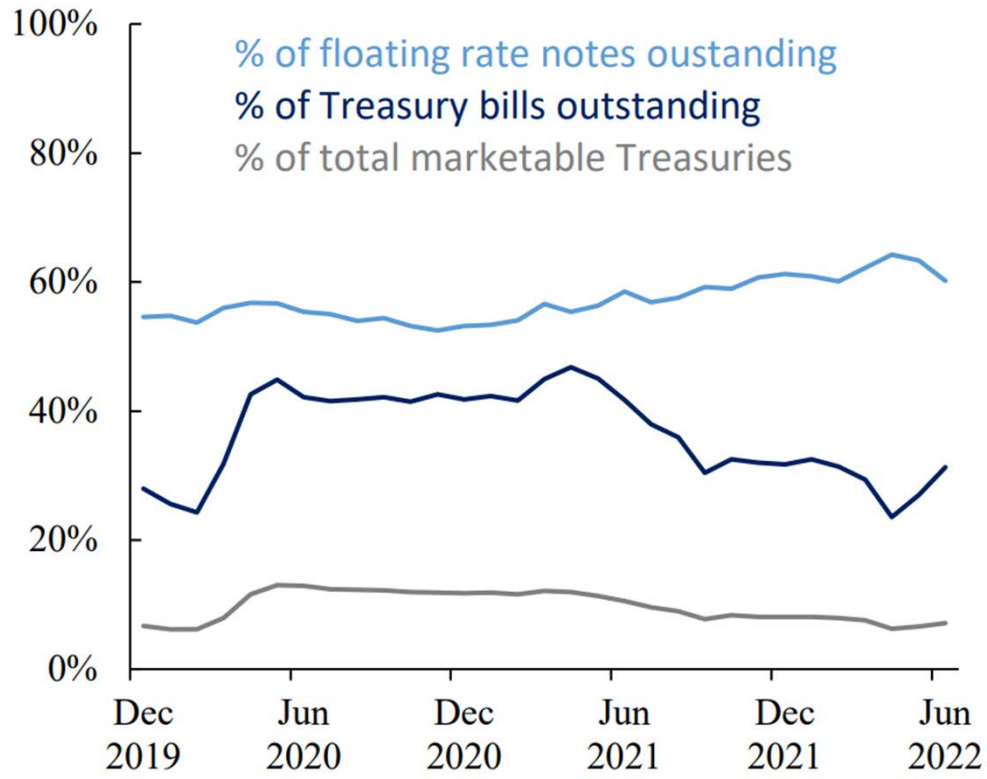
新発債の発行	■ 3ヵ月ごと(各四半期の初月)
発行方式	■ 入札方式 ■ ディスカウントマージン(スプレッド)を応札
発行年限	■ 2年
基準金利	■ 直近発行の13週T-Bill(毎週リセット)
リオープン	■ あり(各四半期の初月以外)

【米国における変動利付国債発行比率】



注:利付国債に占める変動利付国債の発行比率。入札日・オファー額ベース
出所:Treasury Directより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【MMFの米国・変動利付国債の保有状況】



出所:Baklanova, Viktoria, Isaac Kuznits, and Trevor Tatum (2022), "Money Market Funds in the Treasury Market," U.S. Securities and Exchange Commission, Division of Investment Management, September 2022.より
三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(5)変動利付国債新規発行の課題

- イタリアはEuribor連動の新変国を発行。ユーロ圏各国からの投資を呼び込むことに成功
- 入札では当局がスプレッドを決定、市場実勢から乖離する応札価格を除外可能
- オファー額をレンジで示して発行額の柔軟な調整が可能(価格安定に寄与)

【イタリア変動利付国債発行方法の概要】

新発債の発行	■ 不定期
発行方式	■ 原則、入札方式(必要に応じてシンジケーション方式も実施) ■ 当局がスプレッドを設定したうえでの価格競争入札 ■ 発行金額をレンジでオファー
発行年限	■ 3～7年
基準金利	■ 6ヵ月Euribor
リオープン	■ あり(市場環境に応じて決定)

出所:イタリア経済財政省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【Euribor連動の変動利付国債発行の効果】

2010年に変動利付国債の商品性を見直し、同国の6ヵ月BOT(短期国債)連動から6ヵ月Euribor連動に変更

⇩

Euribor連動負債を抱える投資家がヘッジ手段として使用しやすい設計に。ユーロ圏各国からの需要獲得に成功

※イタリア経済財政省によると、欧州投資家(国外)は2024年において38%超と最大シェア

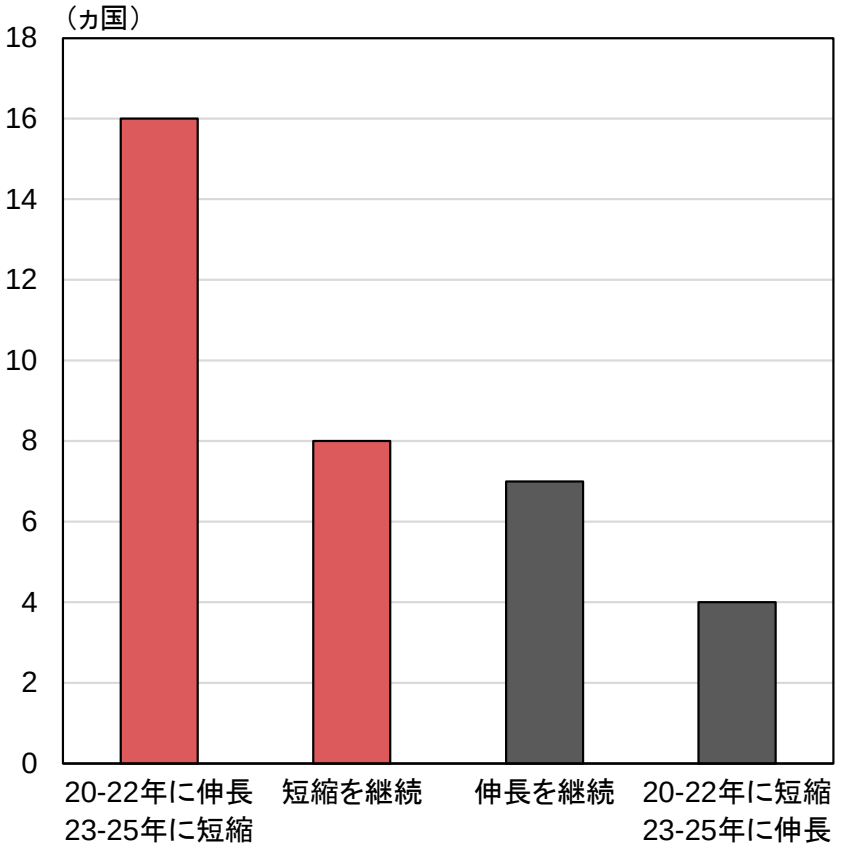
出所:イタリア経済財政省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

2. 発行年限について

（1）諸外国における国債発行年限・債務管理の状況

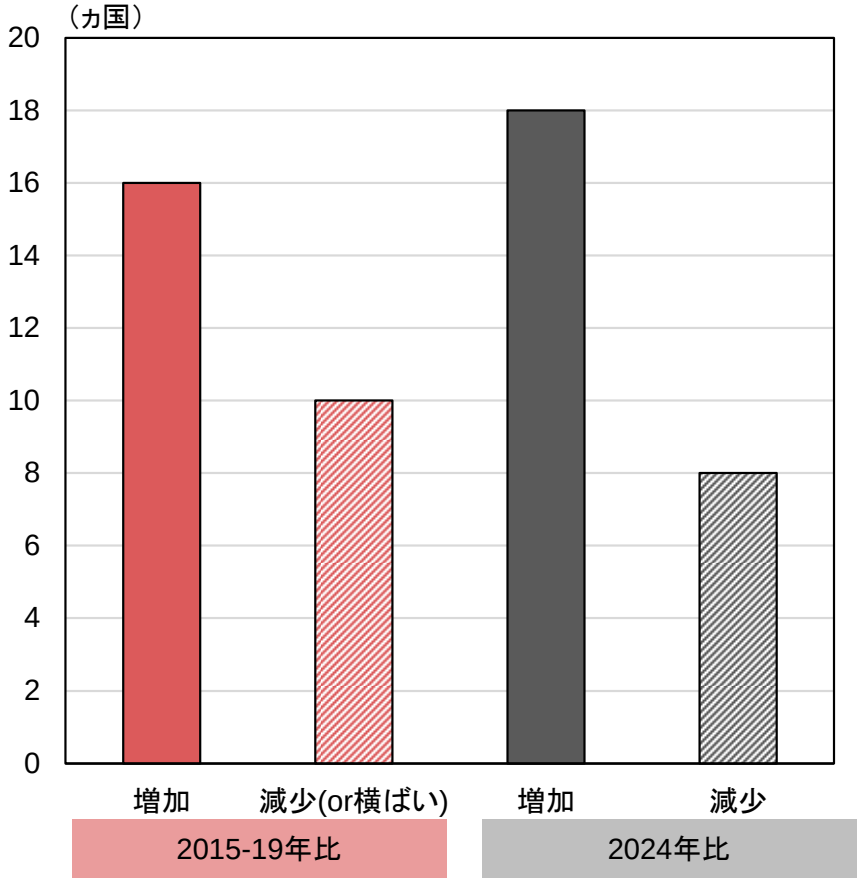
- 各国国債の平均発行年限は近年、短期化傾向。発行全体に占めるT-Bill比率も増加傾向
- OECD（2026）はタームプレミアムが高い場合は、利払い費抑制のため、平均発行年限の短期化は「適切」と評価。一方で、「借換リスクの高まり」にも言及

【2015-19年対比の平均発行年限】



注：OECD, Global Debt Report 2026より
出所：OECDより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【発行全体に占める短国比率の増減国数】

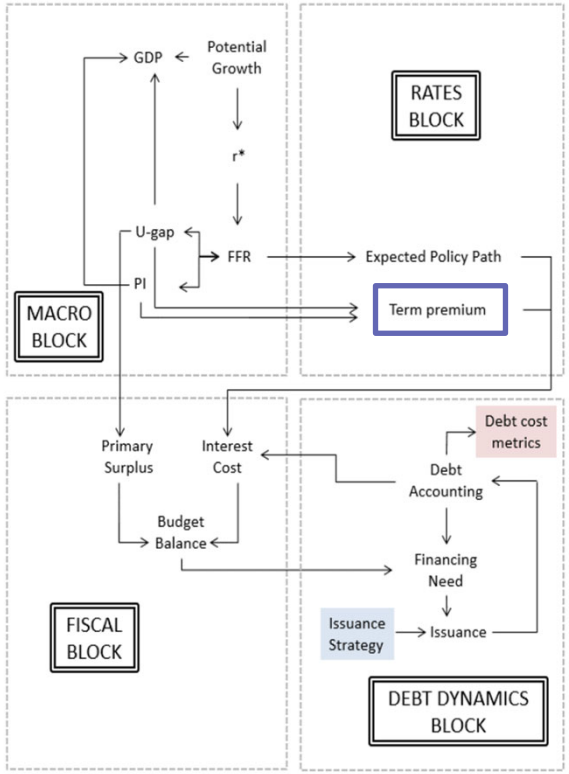


注：OECD, Global Debt Report 2026より
出所：OECDより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

（1）諸外国における国債発行年限・債務管理の状況

- 近年、各国当局はタームプレミアム(TP)の上昇が国債発行計画に与える影響を考慮
- 効率性の観点からは超長期国債を発行する必要性は低下

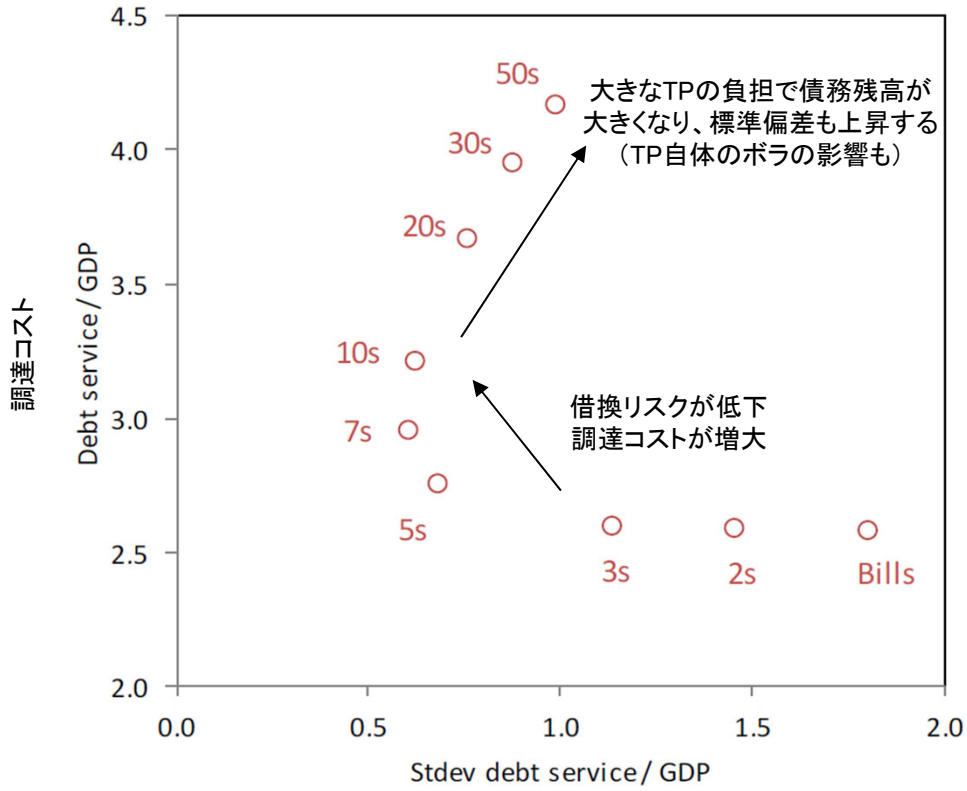
【TBACのマクロモデルの構造】



基本モデル ： $TP = f$ (失業率, インフレ予想, 金利ボラティリティ)

拡張モデル ： $TP = f$ (失業率, インフレ予想, 金利ボラティリティ, 債務残高)

【米国債の調達コスト/標準偏差の非線形な関係性】（効率的フロンティア）



様々なシナリオの元での調達コストの標準偏差

出所：Terry Belton, Kristopher Dawsey, David Greenlaw, Huachen Li, Srini Ramaswamy, and Brian Sack (2018) “Optimizing the maturity structure of U.S. Treasury debt: A model-based framework,” Hutchins Center Working Paper No.46 より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

（1）諸外国における国債発行年限・債務管理の状況

- 一方で、OECD（2026）は、タームプレミアムだけでなく、イールドカーブ全体の流動性を維持することや、安定的かつ予見可能な発行戦略を維持することも重要と指摘
- 米国のT-Bill発行増加の背景：①コストの抑制、に加え、②規則的かつ予測可能な発行、③市場の厚みと流動性の確保、④明確な需要者の存在（MMFによる吸収余力）、等

以下、TBAC資料より

T-Billの発行は、今後も最適なショックの吸収役として機能させるべきである。これにより、財務省は利付国債を**規則的かつ予見可能な形で発行することが可能**となり、**資金調達コストの低減、タームプレミアムの抑制**、**幅広く多様な投資家層への国債供給**、そして**市場全体の厚みと流動性の確保**につながる（2024年7月）

諮問事項を巡る議論では、最近のT-Bill供給の急増が市場に円滑に吸収されていること、また**MMFには追加的なT-Bill供給を吸収する相当の余地がなお残されている**ことが強調された（2023年8月）

（委員会は）**利付国債の発行増額を規則的かつ予測可能な方法で進めるため**、（中略）T-Bill比率を長期的な歴史的水準である22.4%程度で運営することは許容可能であると考えている（2023年8月）

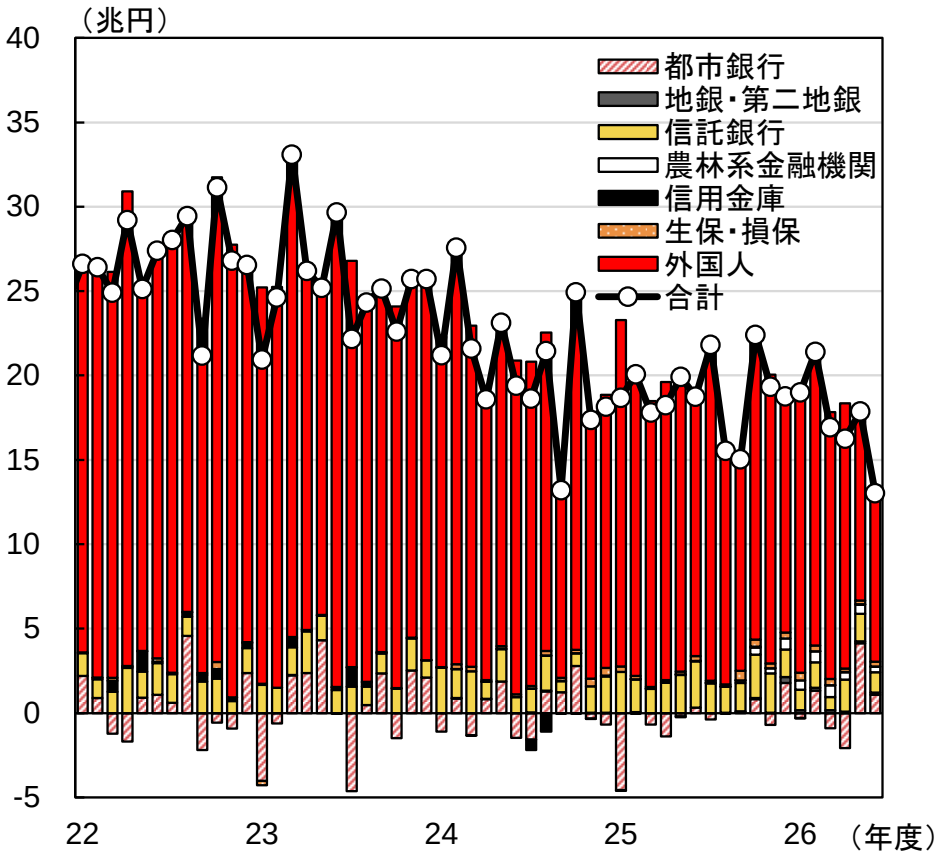
＜シナリオ次第では短期国債の発行減額が望ましいとの指摘も＞
（シナリオ次第では、）T-Billの発行を減らし、イールドカーブの中期ゾーンの発行を増やし、長期債の発行を減らすことにより、コストをほとんど増加させることなく変動性を低下させることができる（2025年11月）

注：翻訳と下線は当社
出所：TBAC会議資料・財務長官への報告書簡より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(2)短期国債市場の状況

- 短期国債は海外投資家による買い越しが大宗を占める
- 海外中銀による買い越しが主体と考えられ、需給は良好

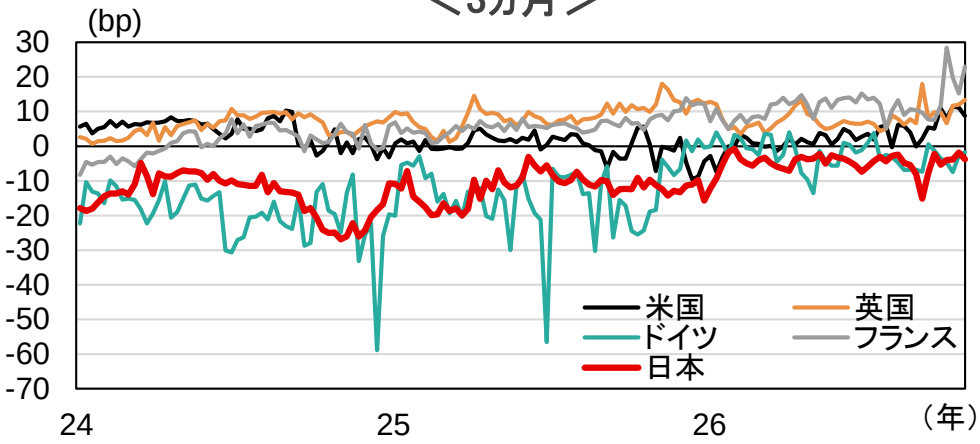
【主要投資家の国庫短期証券ネット売買高】



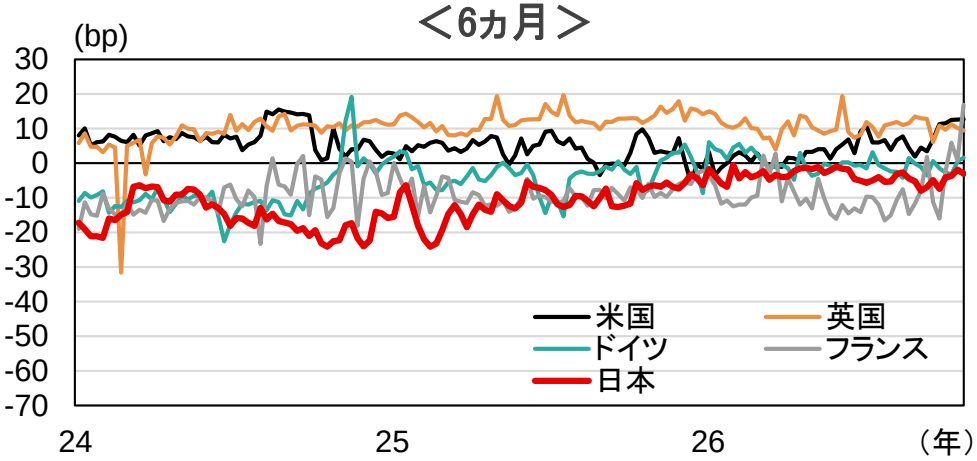
注：ネット売買高＝買付額－売付額
出所：日本証券業協会より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【各国短期国債ASWスプレッド】

＜3カ月＞



＜6カ月＞

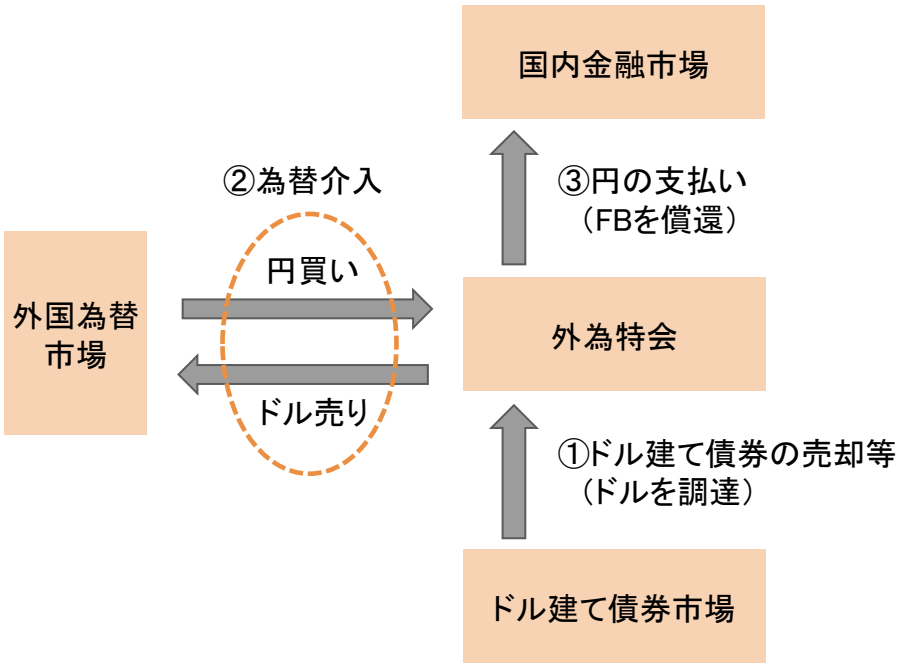


注：ASWスプレッド＝短期国債利回り－スワップ固定金利（OISベース）
出所：Bloombergより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

(2)短期国債市場の状況

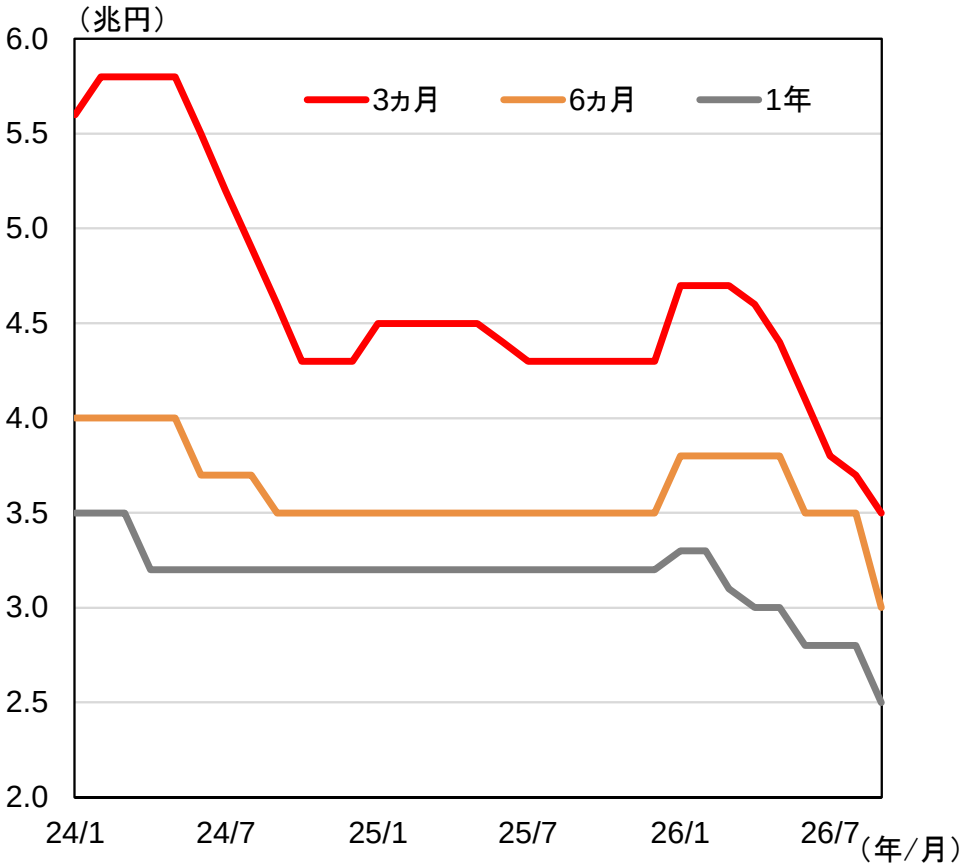
- 円買い為替介入は政府短期証券(FB)の償還を促進する要因
- 短期国債の需給を支える要因のひとつに

【円買い・ドル売り介入に伴う資金の流れ】



出所:植田健一・服部孝洋(2024)『国際金融』日本評論社 、財務省資料を
参考に三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

【入札毎の国庫短期証券(T-Bill)の発行額】



注1:国庫短期証券(T-Bill)は政府短期証券(FB)と割引短期国債(TB)の合計
注2:発行額は第Ⅰ非価格競争入札を含む落札額。3ヵ月は各月の最終入札
出所:財務省より三菱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

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

Appendix A

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：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

（無登録格付について）

本資料において注記されている格付情報は、金融商品取引法に基づく登録を受けていない信用格付業者による『無登録格付』に該当します。 登録制度は、信用格付業者に対し行為規制や監督を課すことで格付の公正性を確保する仕組みです。無登録格付業者にはこれらの規制・監督が適用されません。無登録格付の意義・留意事項の詳細は、当社ホームページ掲載の「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」をご確認ください。
https://www.sc.mufg.jp/risk/unregistered.html

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な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ず、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ことがあります。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留意ください。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)のパ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)パリ支店は、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。MUS (EU)に関連するポリシー、開示情報及び通知は以下のウェブサイトでご確認いただけます。https://www.mufgemea.com/governance/legal-and-regulatory/

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（プ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）。

米国において、MUS(EMEA)はCommodity Futures Trading Commission（米商品先物取引委員会、「CFTC」）に登録されたSwap Dealer（スワップディーラー、「SD」）であり、National Futures Association（全米先物協会、「NFA」）の会員です。また、MUS(EMEA)はSecurities and Exchange Commission（米国証券取引委員会、「SEC」）に登録されたSecurity-Based Swap Dealer（有価証券関連スワップ・ディーラー、「SBSD」）でもあります。MUS(EMEA)ドバイ支店（登録番号1698498）はアラブ首長国連邦のドバイ国際金融センター（Dubai International Financial Centre）, Level 3, East Wing, The Gate に登録事務所を有し、ドバイ金融サービス機構（Dubai Financial Services Authority、「DFSA」）の規制を受けています（登録番号F002623）。

本資料は、professional client（プロ投資家）、eligible counterparty（適格カウンターパーティー）、又はMarket Counterparty（市場カウンターパーティー）向けに作成されたものであり、FCA規則及びDFSA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。MUS(EMEA)に関連する免責事項、開示情報、ポリシー及び通知は以下のウェブサイトでご確認いただけます。https://www.mufgemea.com/governance/legal-and-regulatory/

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230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ものではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

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、目論見書、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。詳細はお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、対価のみの受払いとなります。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 34 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 36 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 45 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）。

ドバイ国際金融センター（Dubai International Financial Centre、「DIFC」）にあるMUS(EMEA)の支店はMUFG Securities (DIFC Branch) の商号で事業を行っており、DIFCにおいてRecognized Companyとして登録されています。MUFG Securities (DIFC Branch) はドバイ金融サービス機構（Dubai Financial Services Authority、「DFSA」）の認可を受け、同機構の監督・規制の下で運営されています。所在地は、Level 3, East Wing, The Gate, Dubai International Financial Centre, P.O. Box 506894, Dubai, United Arab Emirates です。

MUFG Securities (DIFC Branch) は、DFSA規則において定義されるProfessional Client（プロ投資家）またはMarket Counterparty（市場カウンターパーティー）のみを対象として業務を行い、金融サービスを提供することが認められています。DFSA規則上のRetail Client（リテール投資家）に対しては、いかなる業務の提供または金融サービスの提供も行うことはできません。

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、一般社団法人資産運用業協会、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、一般社団法人日本STO協会