

「金利がある世界」の到来と日本国債の消化構造

JGB absorption structure in the world of positive interest rates



2025年7月22日
インベストレサーチ部
チーフ債券ストラテジスト
むぐるま なおみ
六車 治美

muguruma-naomi@sc.mufg.jp

- 大規模緩和(13年4月～)以降の日本国債保有構造の変化
- 国債買入れ減額(QT)を開始した日本銀行
- 急上昇した超長期国債利回り
- 米国の長期金利抑制策(1942年～51年)出口の“デジャブ”
- 「金利がある世界」の到来と日本国債の消化構造

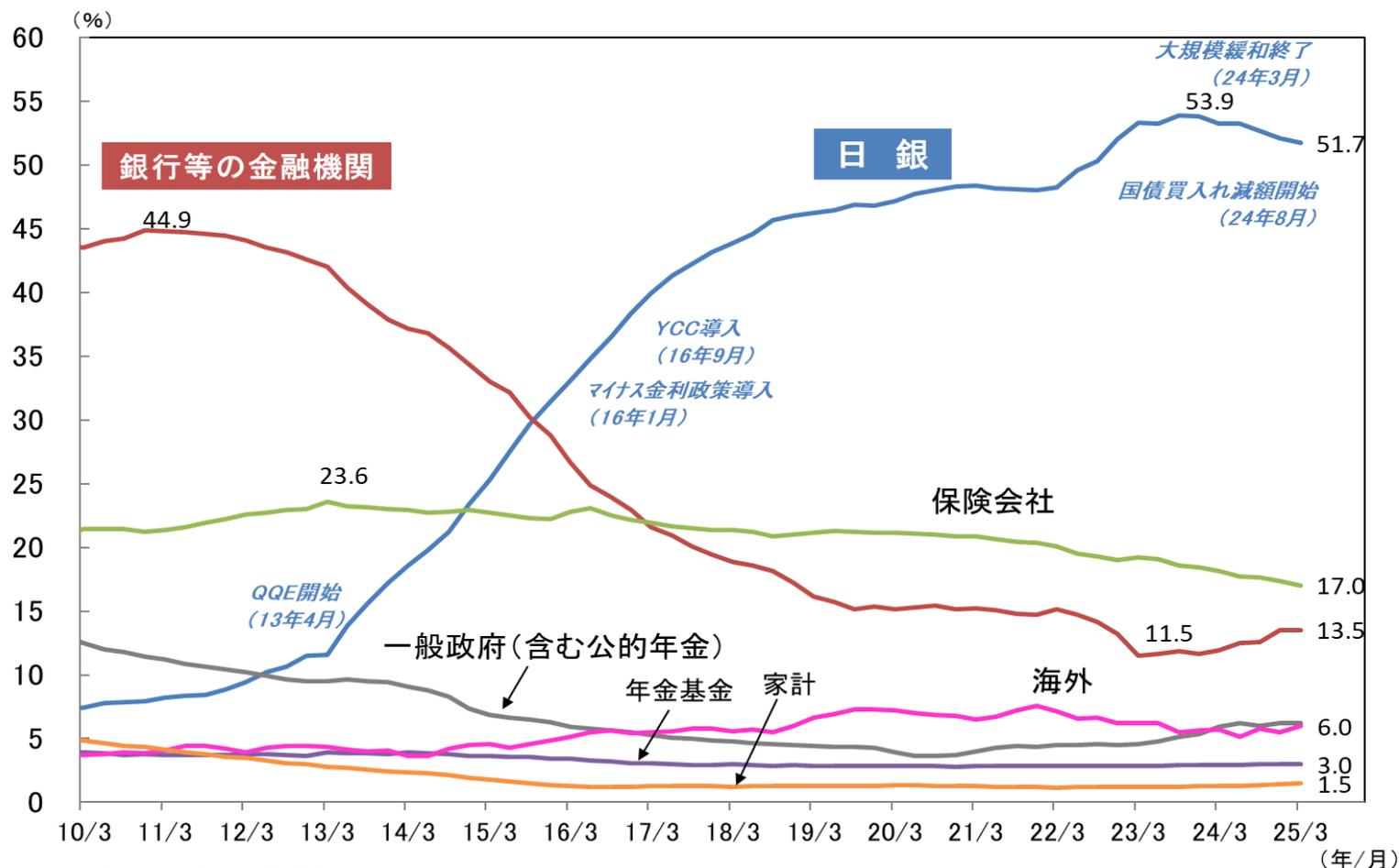
「国債管理政策の基本的目標」

- 確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達すること
- 中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること

出所:財務省「債務管理レポート 2025」

- 日銀の国債保有比率は異次元緩和(2013年4月開始)前の10%前後から24年半ばには54%近くまで上昇

図1: 主体別国債保有比率の推移(除く短期国債)



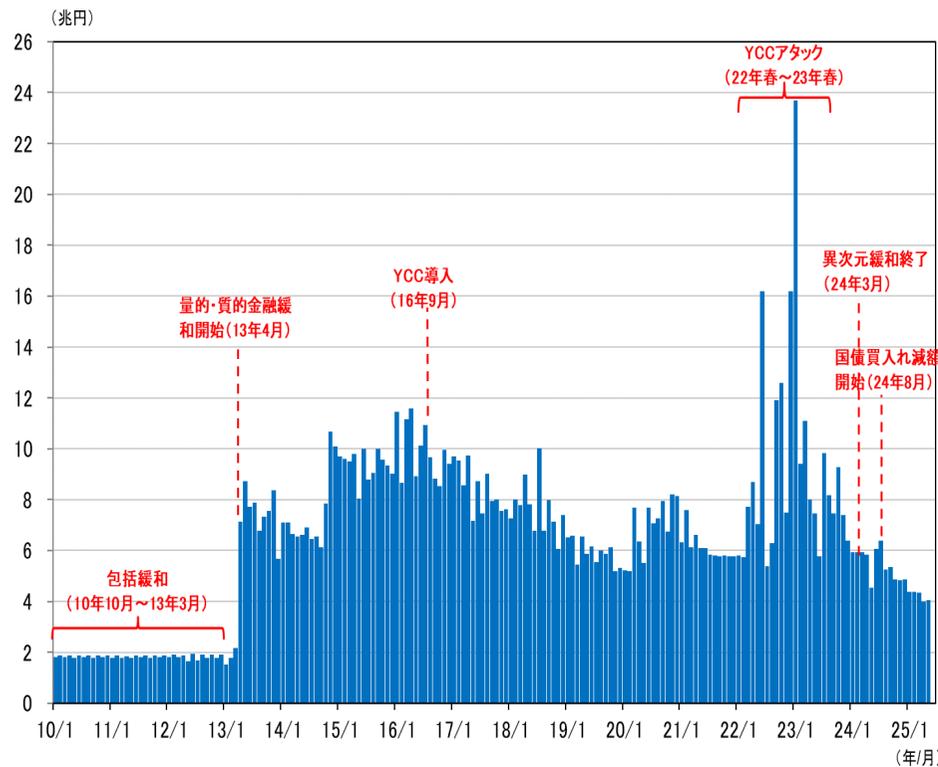
注: 直近は25年3月末時点
 出所: 日銀「資金循環統計」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

日銀の異次元緩和と国債買入れ

Unprecedented monetary easing and JGB purchases by the BoJ

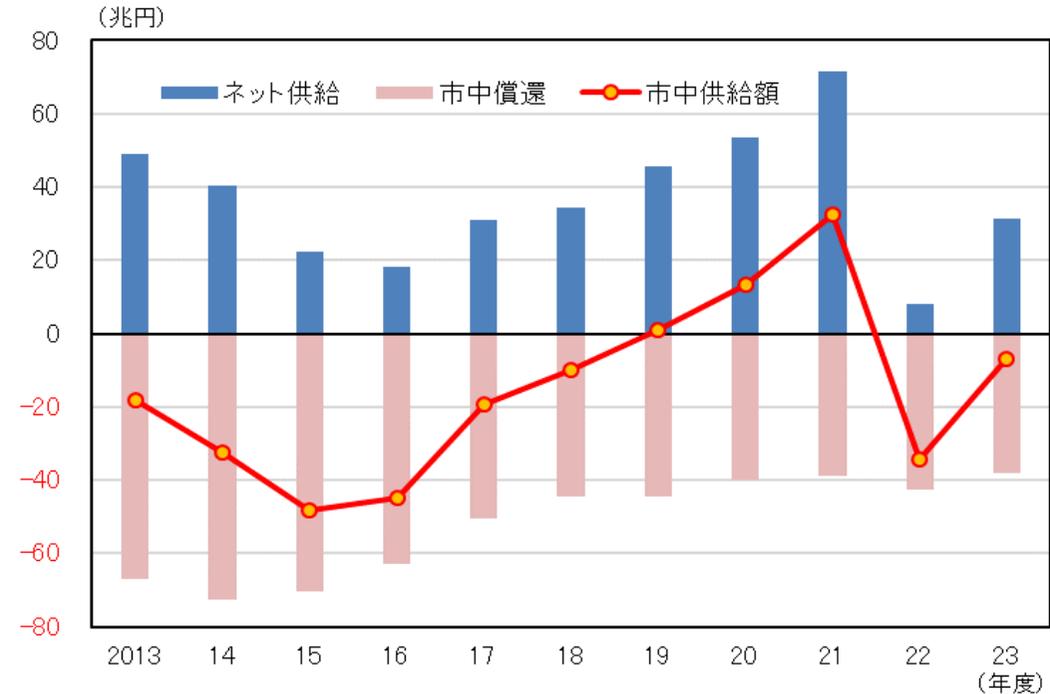
1. マネタリーベース目標(2013年4月～16年8月)に伴う国債買入れ拡大
2. イールドカーブコントロール(YCC、16年9月)の導入後は買入れ減少
3. “YCCアタック”(22年春～23年春)発生時は一時的に買入れ急増

図2: 月間の日銀による国債買入れ実績



出所: 日銀より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図3: 国債の市中供給額(ネット)

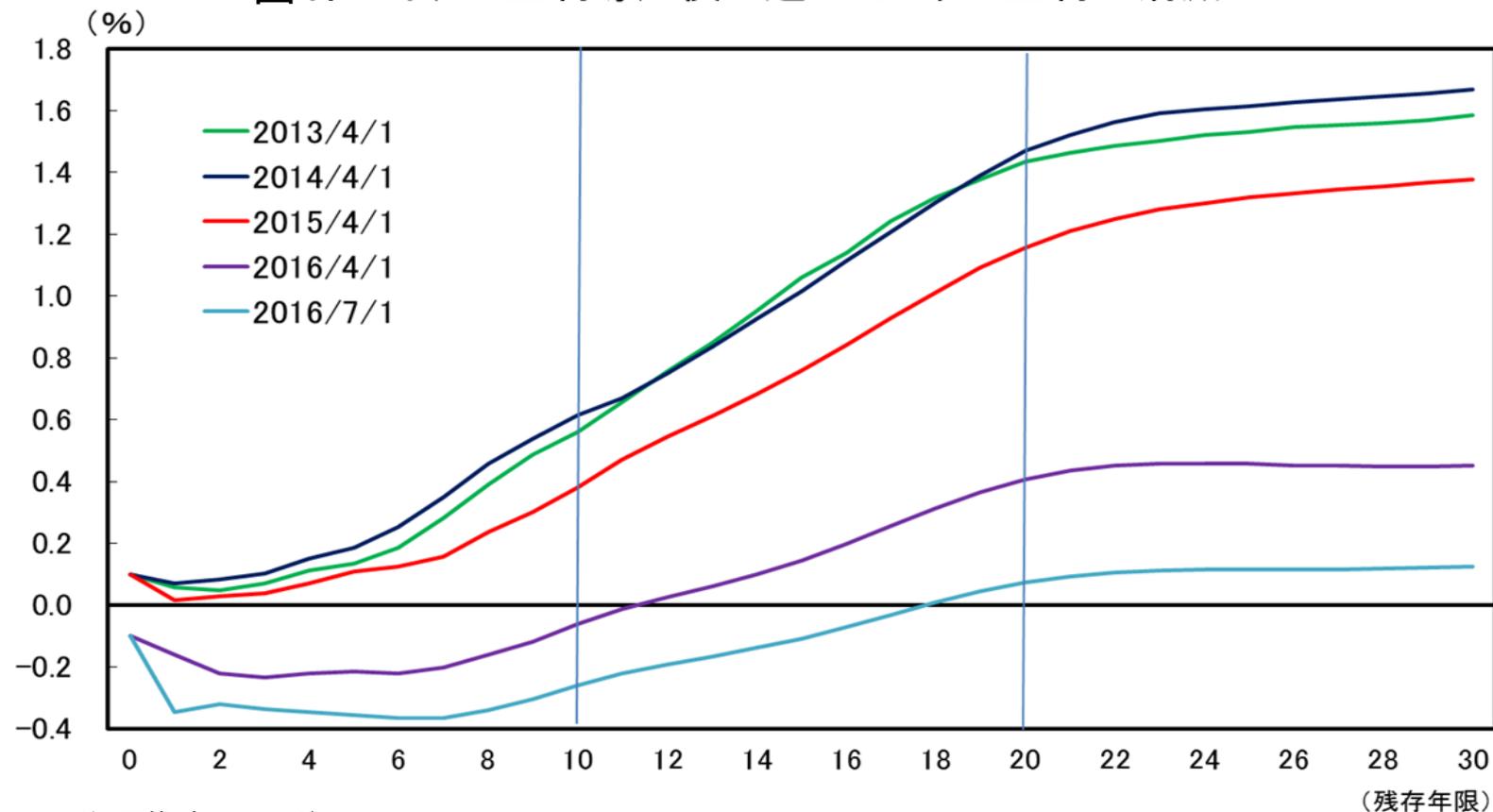


ネット供給 = 国債発行額 - 日銀による国債買い入れ額
 市中償還 = 償還予定額 - 日銀保有分の償還額

出所: 日銀、財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

1. 2016年1月のマイナス金利政策導入により「プラス金利」が無くなっていった
2. 金融機関の調達コスト(預金金利等)はマイナス金利にはならないため、金融機関の資金収支悪化懸念などが台頭

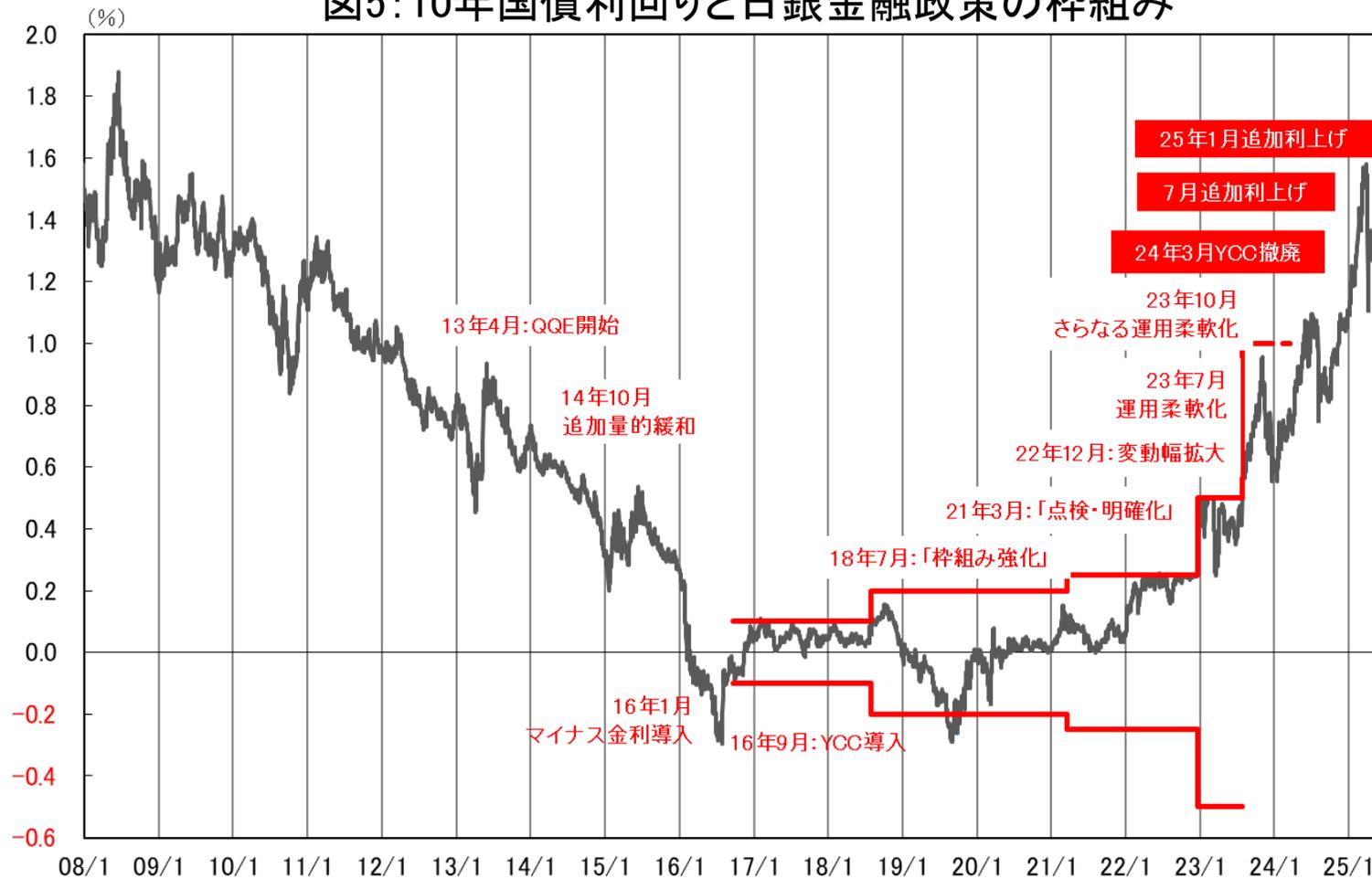
図4: マイナス金利導入後に進んだプラス金利の消滅



注: 国債パーイールド
出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成(弊社データ)

1. 日銀は16年9月にマネタリーベース目標を廃止し、10年国債利回りを「ゼロ%程度」に誘導するイールドカーブ・コントロール(YCC)を導入

図5: 10年国債利回りと日銀金融政策の枠組み

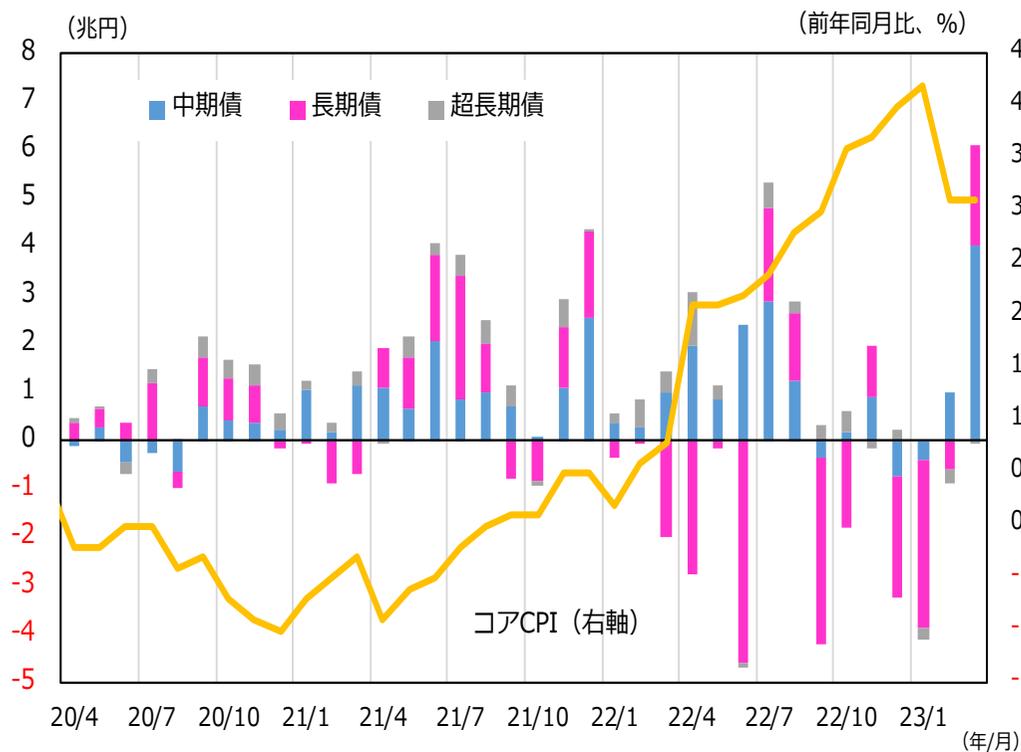


出所: 日銀、ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 **YCCアタックと国債市場の歪み**
 “YCC attack” and distortion of JGB market

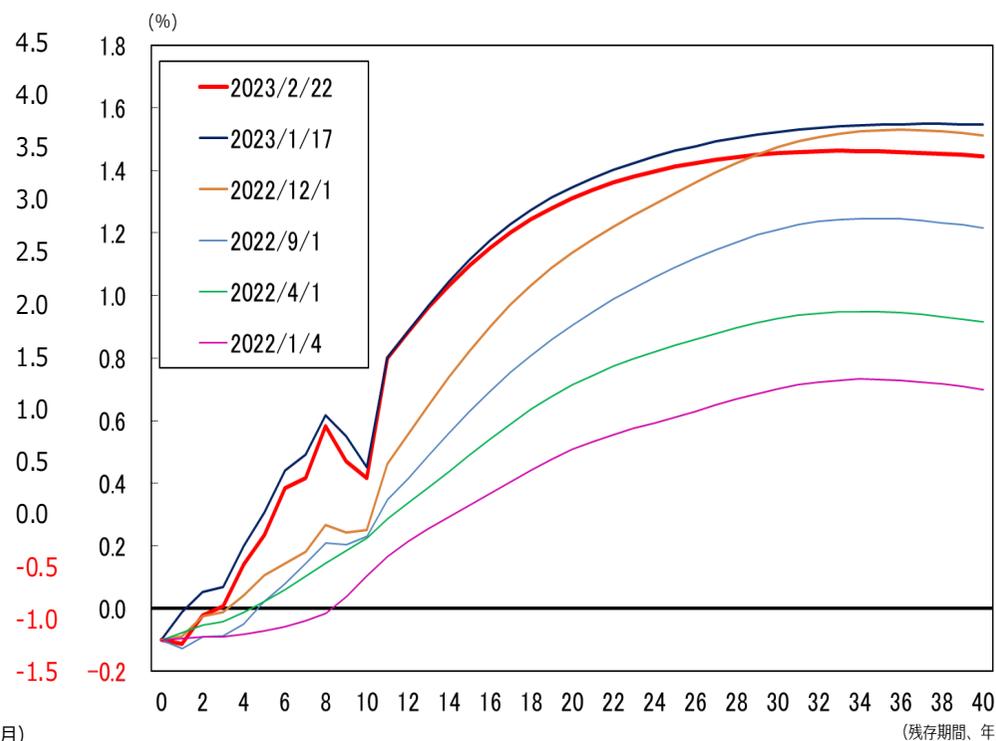
1. コロナ明け後のグローバルなインフレ圧力の台頭でYCCの継続が困難に
2. 「物価2%超え」を想定した外人投資家は、大規模緩和の終了を見込んで日本国債の「空売り」取引を拡大
3. 日銀は一定の利回りで無制限に国債を買い入れる「指値オペ」で防戦

図6: 外国人の日本国債売買動向とコアCPI



出所: 総務省、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

図7: 国債イールドカーブ



注: 国債パーイールド
 出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成(弊社データ)

「普通の金融政策」に回帰した日銀

BoJ shifted back to conventional monetary policy framework

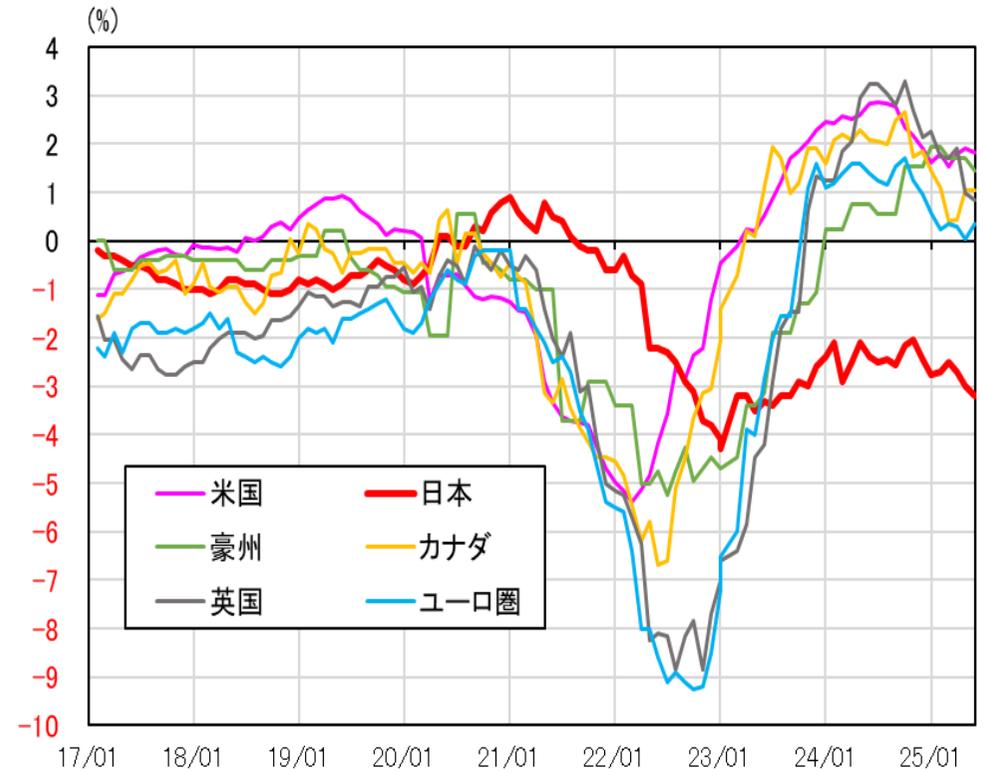
1. 2024年3月、日銀はマイナス金利政策とYCCを撤廃
2. 25年1月に政策金利(無担保コールレート・O/N物)を0.5%に引き上げ
3. 実質ベースでみた政策金利は物価上昇を受けて大幅マイナスのまま

図8: 日本の長短金利の推移



注: 政策金利は98年8月までが公定歩合。その後16年1月までが無担保コールレート翌日物の誘導水準、16年2月以降は日銀当預・政策金利残高の付利金利、24年3月以降は補完当座預金制度の付利金利。短期政策金利の設定がなかった期間はブランク。
出所: 日銀、ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図9: 主要国の実質短期政策金利

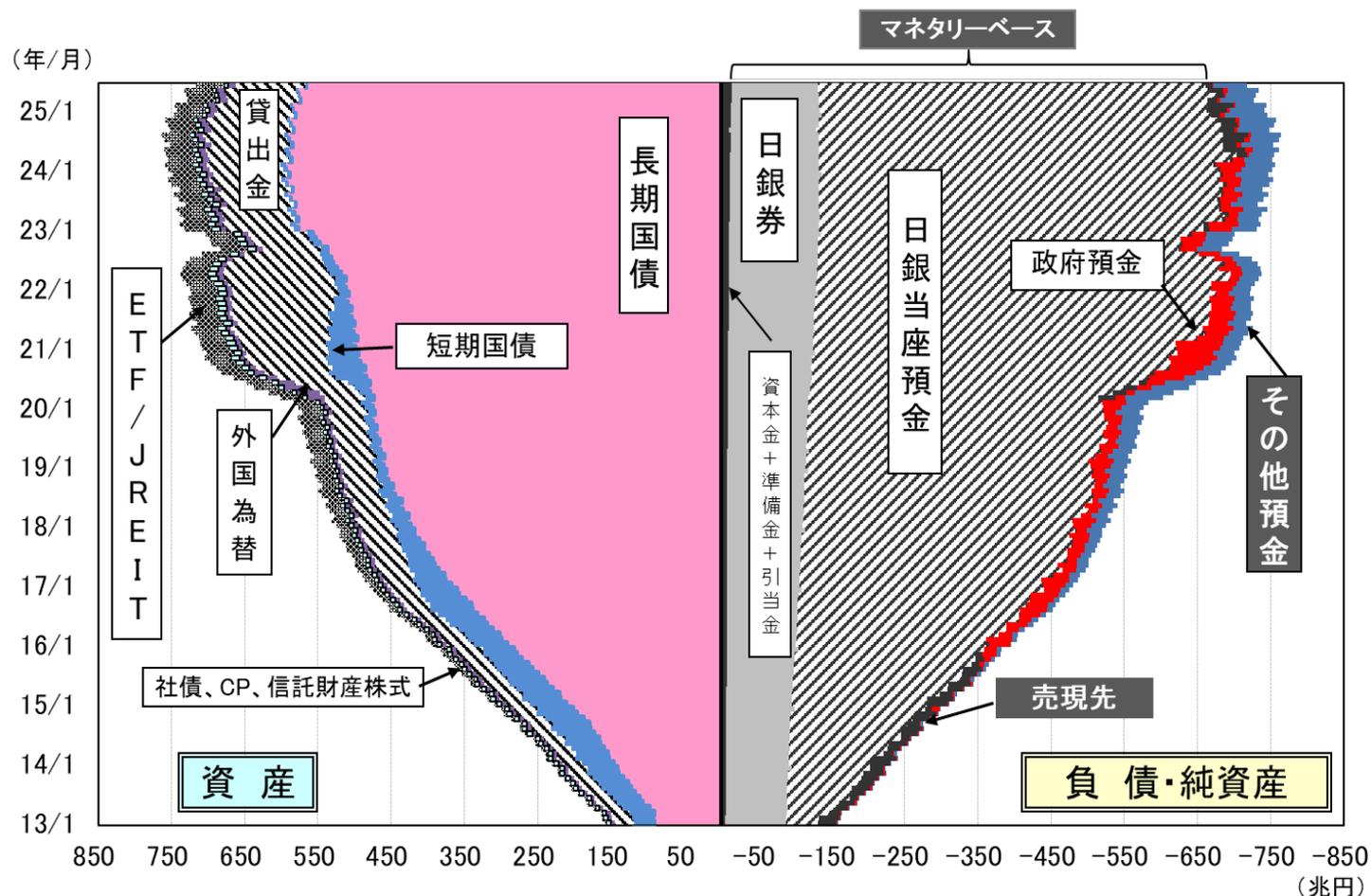


注: 月次データ、直近は24年5月
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 **日銀バランスシートの現状**
Current BoJ balance sheet

1. 25年5月末現在で日銀の総資産残高は約720兆円
2. 保有国債残高は約565兆円、日銀当座預金は約530兆円

図10: 日銀バランスシート



出所: 日銀より三菱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 **国債買入れ減額を開始した日銀**
BoJ started tapering of monthly JGB purchases

1. 2024年7月、日銀は月間国債買入れ額の減額を決定
2. 25年6月、26年度の減額幅の縮小を決定
3. 27年度末の日銀国債保有シェアは42%程度まで低下の見込み

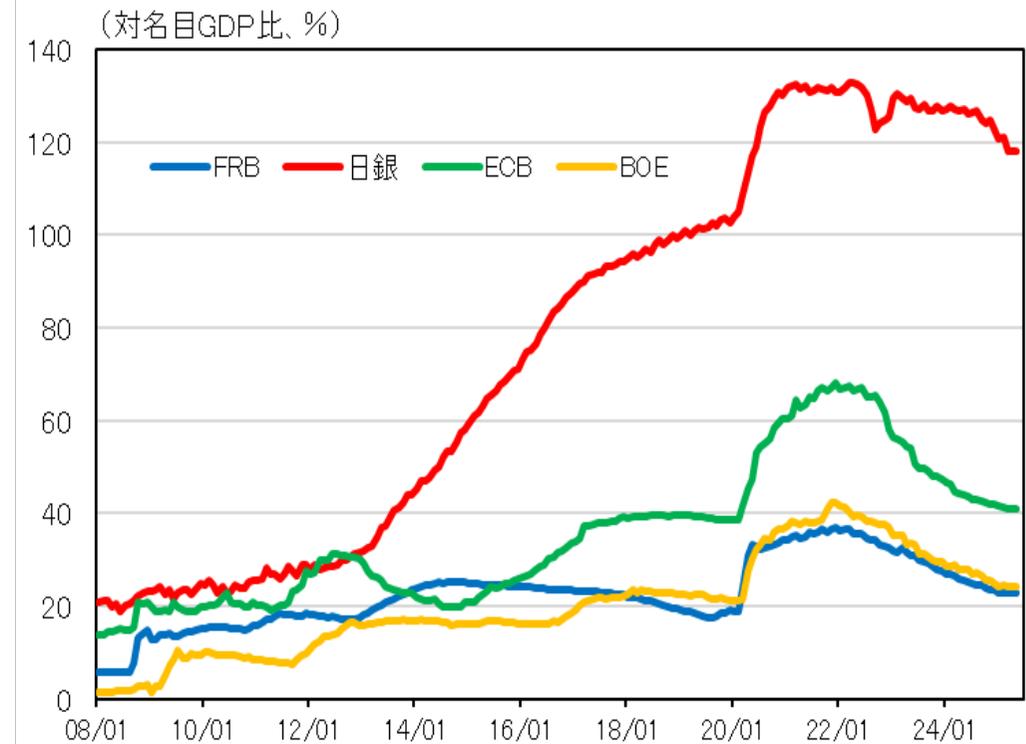
表1: 日銀の国債買入れ減額計画の概要

【兆円】

年月		月間購入額	日銀保有国債残高	国債発行残高	日銀保有シェア
2024	7	5.7	582	1,099	53%
	8-9	5.3	576	1,098	52%
	10-12	4.9	573	1,106	52%
2025	1-3	4.5	566	1,110	51%
	4-6	4.1	560	1,116	50%
	7-9	3.7	551	1,120	49%
	10-12	3.3	541	1,125	48%
2026	1-3	2.9	530	1,127	47%
	4-6	2.7	518	1,133	46%
	7-9	2.5	506	1,137	44%
	10-12	2.3	495	1,142	43%
2027	1-3	2.1	485	1,146	42%

出所: 日銀、財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図11: 各国中銀のバランスシート規模



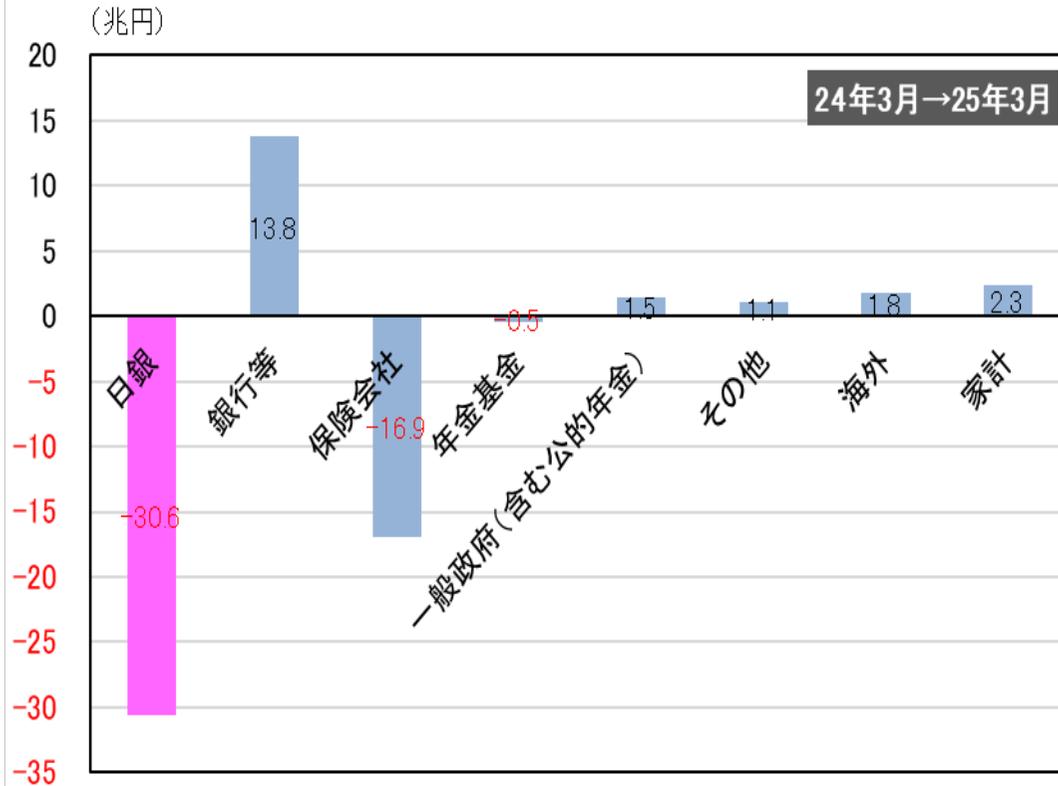
出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

大規模緩和解除後の主要投資家動向

Activities of main investors after the BoJ ended large-scale easing

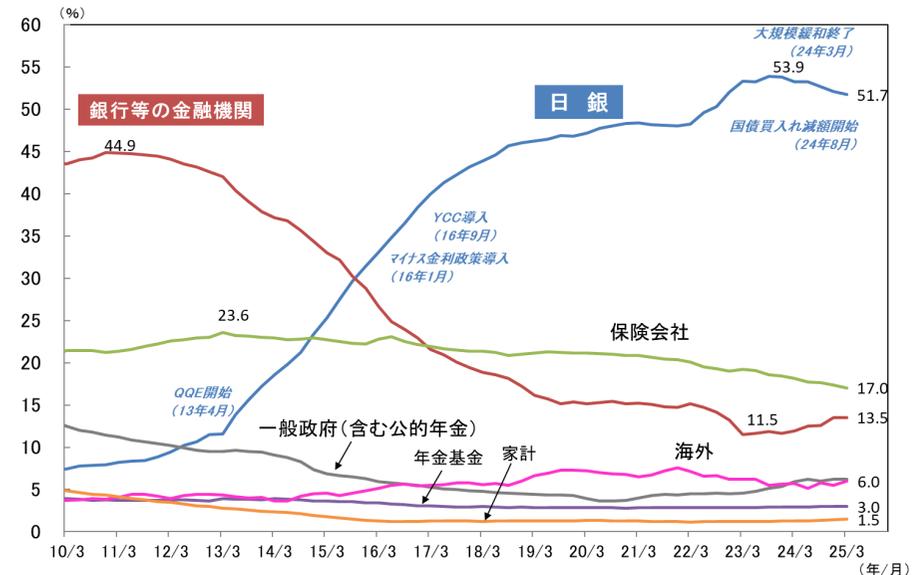
1. 日銀が大規模緩和終了を決定した24年3月から25年3月の間、日銀の保有国債残高は約30兆円の減少
2. 保有国債残高は保険会社でも約17兆円の減少、銀行等金融機関では約14兆円増加

図12: 国債保有残高変化(24年3月→25年3月)



出所: 日銀「資金循環統計」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図13: 主体別国債保有残高の推移(除く短期国債)

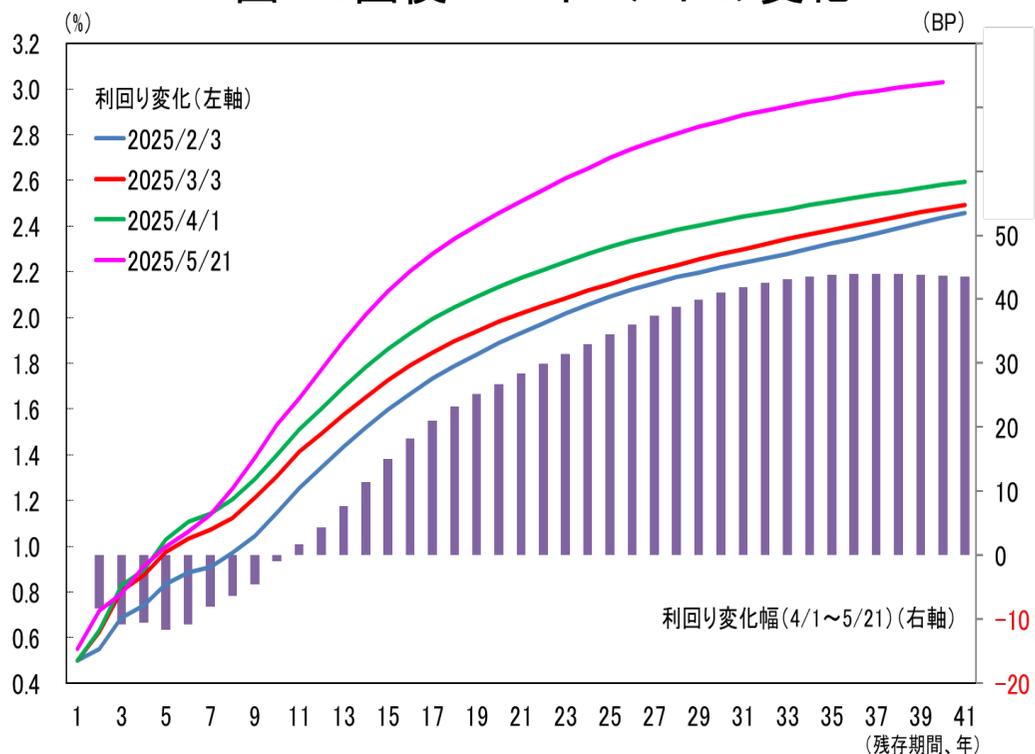


注: 直近は25年3月末時点

出所: 日銀「資金循環統計」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

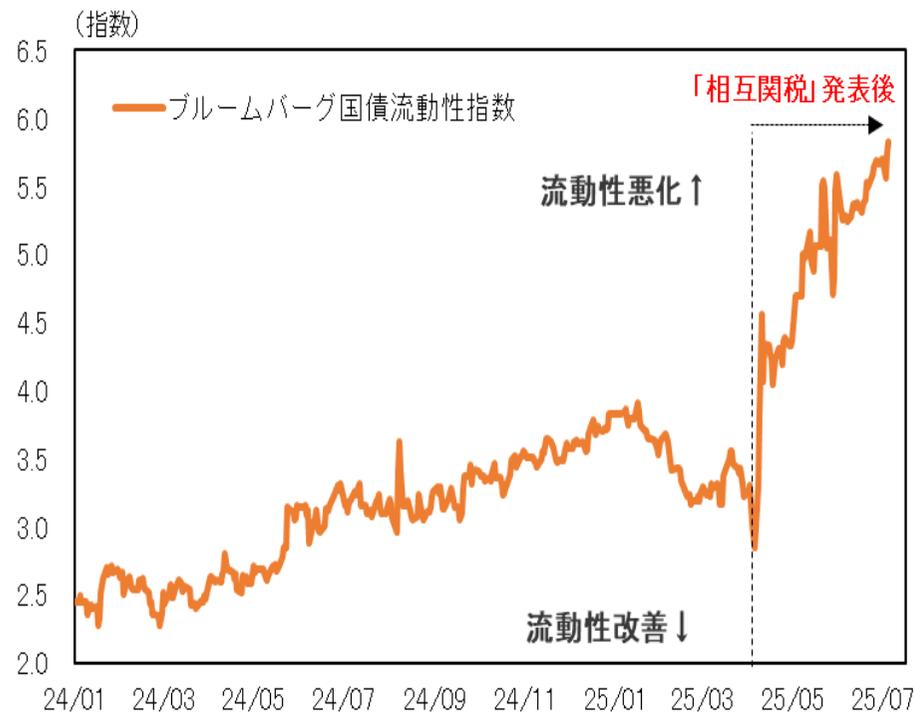
1. 4月以降、残存期間20年以上の超長期国債利回りが急上昇
2. 「米関税ショック」に伴う市場ボラティリティ拡大がきっかけだが、直近では参院選後の財政拡張懸念も影響
3. 金利が急騰しても日銀は(基本的に)買入れを増加しない→誰かが売りを吸収する必要

図14: 国債パーイールドの変化



出所: 三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成(弊社データ)

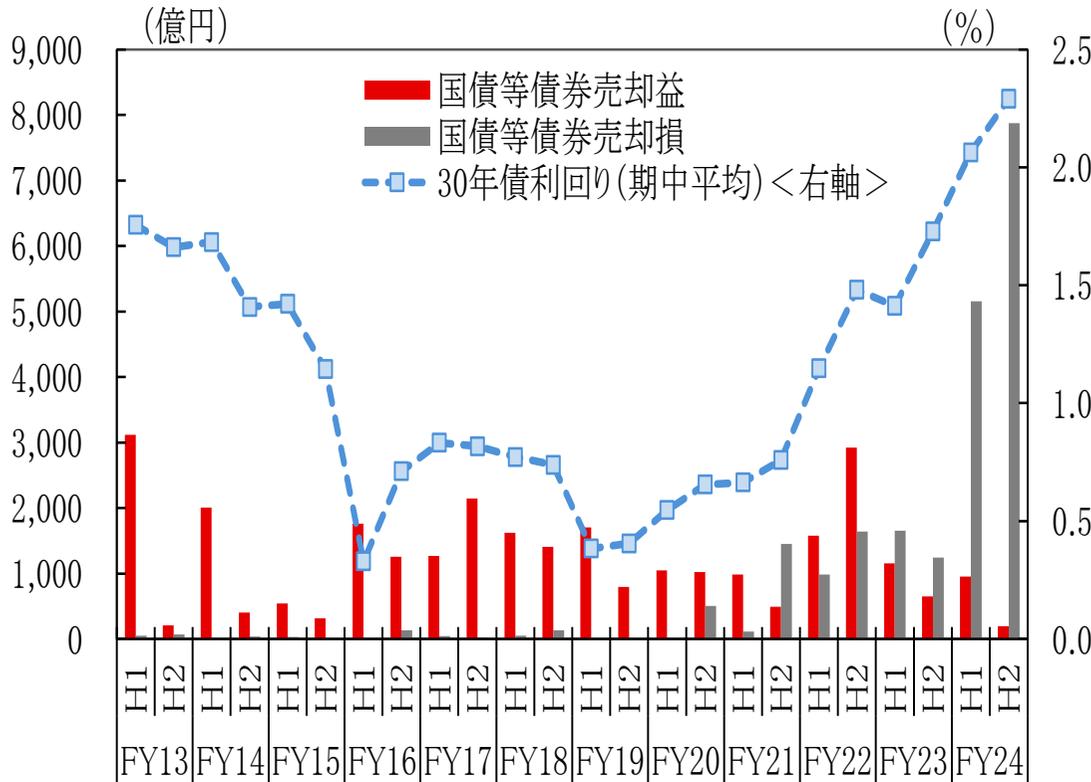
図15: 国債流動性指標



出所: ブルームバーグより三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

1. 25年度導入の新ソルベンシー規制対応の超長期化が一巡
2. 金利上昇を受けて保有国債を売却する動きも報じられている

図16: 生保11社の国債等債券売却損益の推移



注: 半期ごとのデータ

出所: 各社開示資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

7月4日付の日本経済新聞記事
 (「生保中堅に減損リスク」)より抜粋

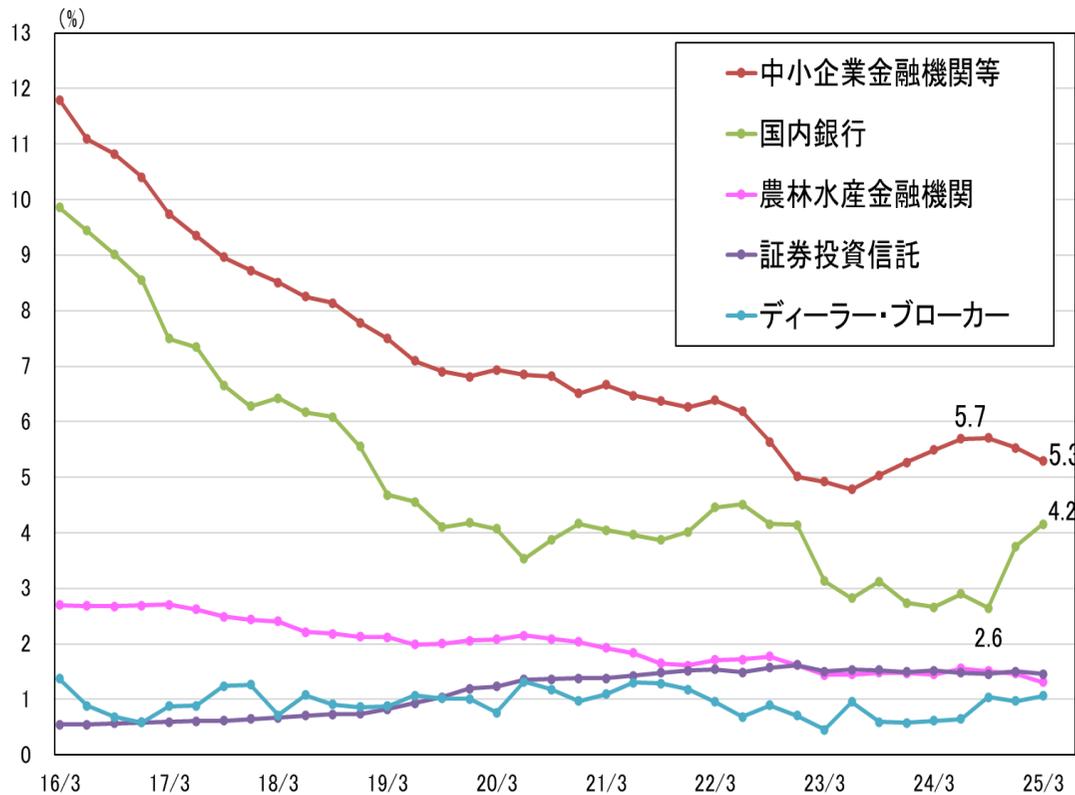
主要13社・グループの国債など国内債券の含み損は3月末時点で16兆8500億円と前年3月末の約4倍に膨らんだ。日本生命保険など大手4社は約4倍、富国生命保険や朝日生命など中堅9社は約5倍になった。

40年物など国債の減損リスクが高まっている。
 現行の会計基準では保有資産の時価が取得価格の50%を下回って回復の見込みがない場合、減損処理をしなければならない。金利上昇で保有債券の価格が急落し、一部債券の時価が簿価の50%を下回るケースが出てくる可能性がある。

出所: 日本経済新聞(強調は弊社)

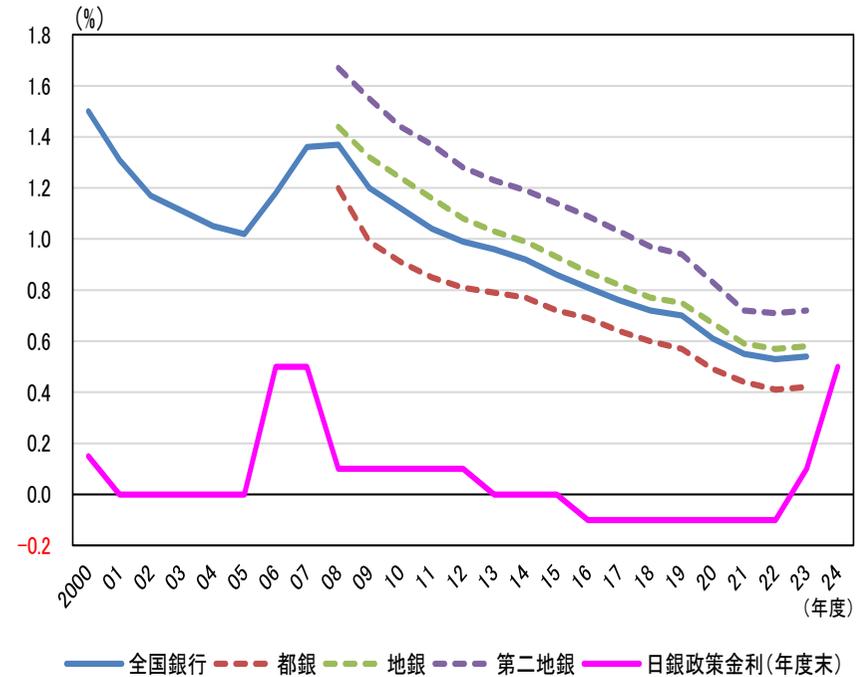
1. 「金利のある世界」に回帰も銀行の国債保有比率上昇は緩やか
2. 背景の1つは政策金利の引き上げによる預金コスト上昇懸念

図17: 銀行等の金融機関の中長期国債保有比率



出所: 日銀「資金循環統計」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

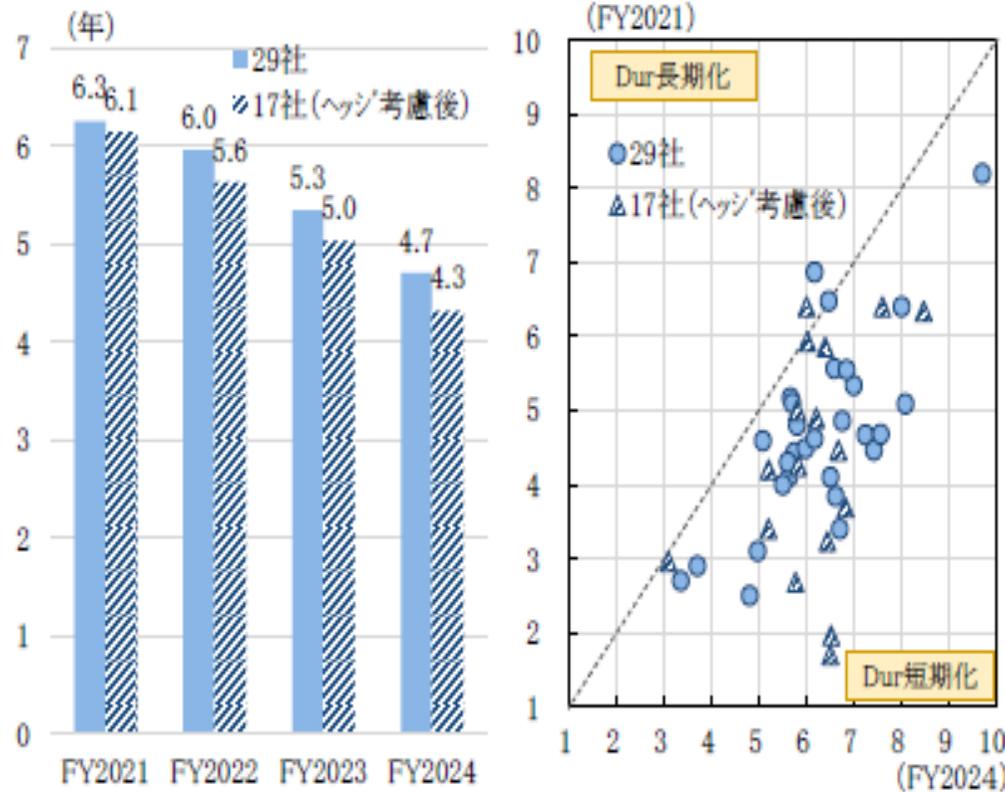
図18: 全国銀行の資金調達原価 (国内業務部門)と政策金利



注: 日銀政策金利は各年度末の水準
 出所: 日銀、全銀協より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

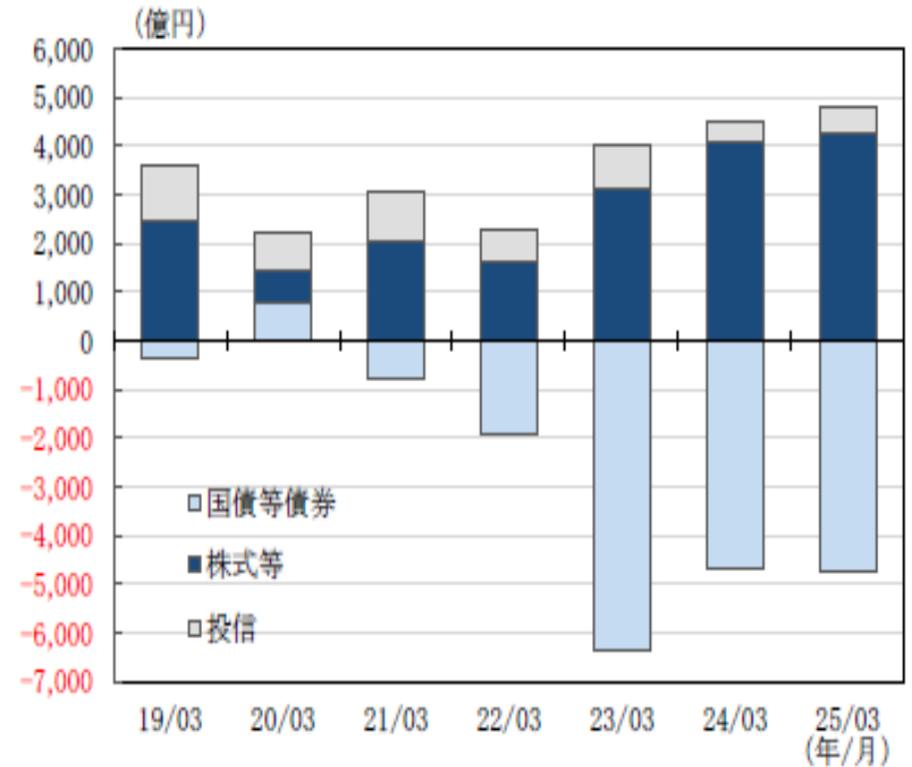
1. もう1つの背景は保有債券の「含み損」によるリスク許容度の低下
2. 投資家のニーズはデュレーションリスクの抑制にシフト

図19: 地銀の保有債券デュレーションの推移



注: 左図は単純平均
 出所: 各社開示資料より三菱UFJ モルガン・スタンレー証券作成

図20: 地銀の有価証券売買に関連する損益



出所: 各社開示資料より三菱UFJ モルガン・スタンレー証券作成

- 5月20日実施の20年国債入札が非常に弱い結果。テールが1円14銭と1987年以来の大きさ
- 6月23日、財務省は今年度の国債発行計画を変更。超長期セクターの発行を減額し、TB・2年国債および個人向け国債を増額

表2【令和7年度国債発行予定額（消化方式別）】

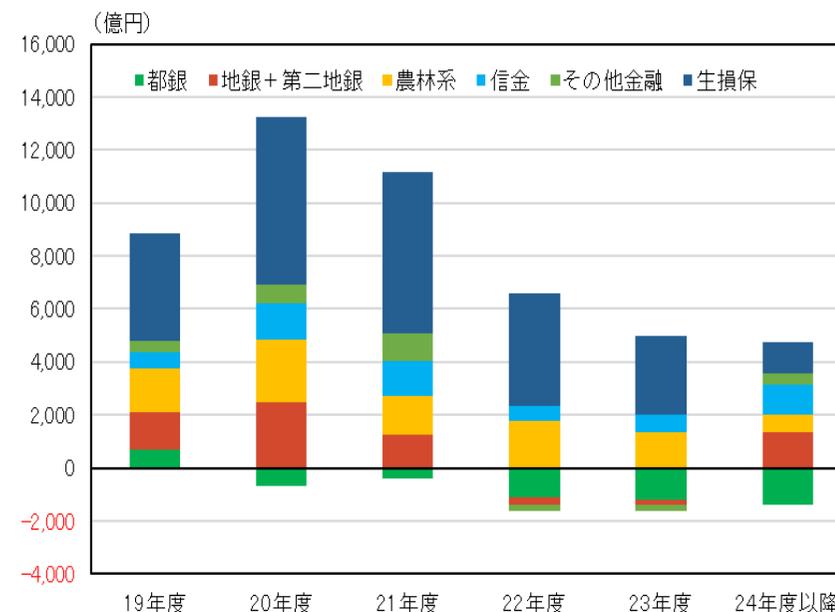
(単位：兆円)

	入札1回当たり発行額			年間発行額		
	現状	変更後	増減	現状	変更後	増減
市中発行額（定期的な入札による発行額）				172.3	171.8	▲0.5
うち						
40年債	0.5	0.4 (7月~)	▲0.1	3.0	2.5	▲0.5
30年債	0.8	0.7 (7月~)	▲0.1	9.6	8.7	▲0.9
20年債	1.0	0.8 (7月~)	▲0.2	12.0	10.2	▲1.8
10年債	2.6	2.6	-	31.2	31.2	-
5年債	2.4	2.4	-	28.8	28.8	-
2年債	2.6	2.7 (10月~)	+0.1	31.2	31.8	+0.6
割引短期国債（1年）	3.2	3.3 (1月~)	+0.1	38.4	38.7	+0.3
割引短期国債（6ヶ月）	0.4	0.7 (10月~)	+0.3	2.4	4.2	+1.8
流動性供給入札	15.5年超39年未満	0.45	0.35 (8月~)	2.7	2.3	▲0.4
	5年超15.5年以下	0.65	0.65	7.8	7.8	-
	1年超5年以下	0.5	0.6 (9月~)	3.0	3.4	+0.4
10年物価連動債 クライメート・トランジション国債				2.2	2.2	-
その他（個人向け販売分等）				4.6	5.1	+0.5
合計				176.9	176.9	-

※ 40年債入札・流動性供給入札（15.5年超39年未満、1年超5年以下）は隔月。

出所：財務省

図22：超長期セクターのネット売買額
 （信託銀行および外人を除く主要業態）



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

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 **米国の長期金利抑制策出口の“デジャブ”**
Déjà-vu of the exit of Fed's pegging operation in early 1950s

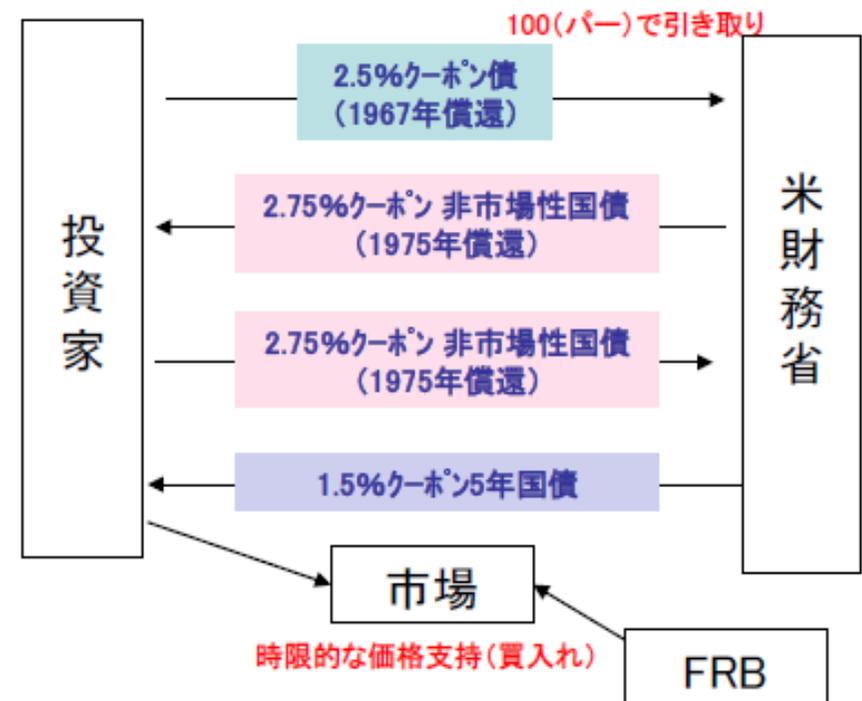
1. 米政府とFedは第二次世界大戦の戦費調達のため1942年に長期金利抑制策（長期金利ペッグ制）を導入し、長期国債の価格支持を実施した
2. 1951年に米財務省とFedがペッグ制解除で合意
3. 投資家による国債売りが懸念され、「国債市場の安定維持」が出口で課題に
4. 米財務省は bonds・コンバージョン計画を通じて一定の売りを吸収

表3: 米財務省が実施したボンドコンバージョンの経緯

1951年2月26日	トルーマン大統領がマッカーブ連銀議長に「民間借り入れ増大を抑制し、同時に国債市場の安定を維持する方法」の検討指示
2月末	Fedは公定歩合を年内1.75%に維持する一方、財務省は長期国債を非市場性国債と交換して市場性国債の残高減少を図る、という内容の妥協案が模索される
1951年3月4日	「アコード」公表
1951年3月19日	財務省がボンドコンバージョンの詳細を公表アナウンス
1951年3月26日 ~4月6日	<ul style="list-style-type: none"> ・財務省がコンバージョンを受付、対象国債の3分の2以上に相当する135億ドル分を交換 ・Fedはアコードに沿って5年利付国債を市場から購入も最初の3日間で20億ドルの枠に達する。財務省は価格支持を続けるよう連銀に求めたが、連銀は要求を退けた ・約6週間に渡り、Fedと財務省は市場で長期国債の買入れを実施し(ただし固定価格ではない)、ペッグ制終了に伴う市場への影響を緩和した
1952年春	2回目のボンドコンバージョンがオファーされ、18億ドル分が交換

出所: FRB、米財務省、その他資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

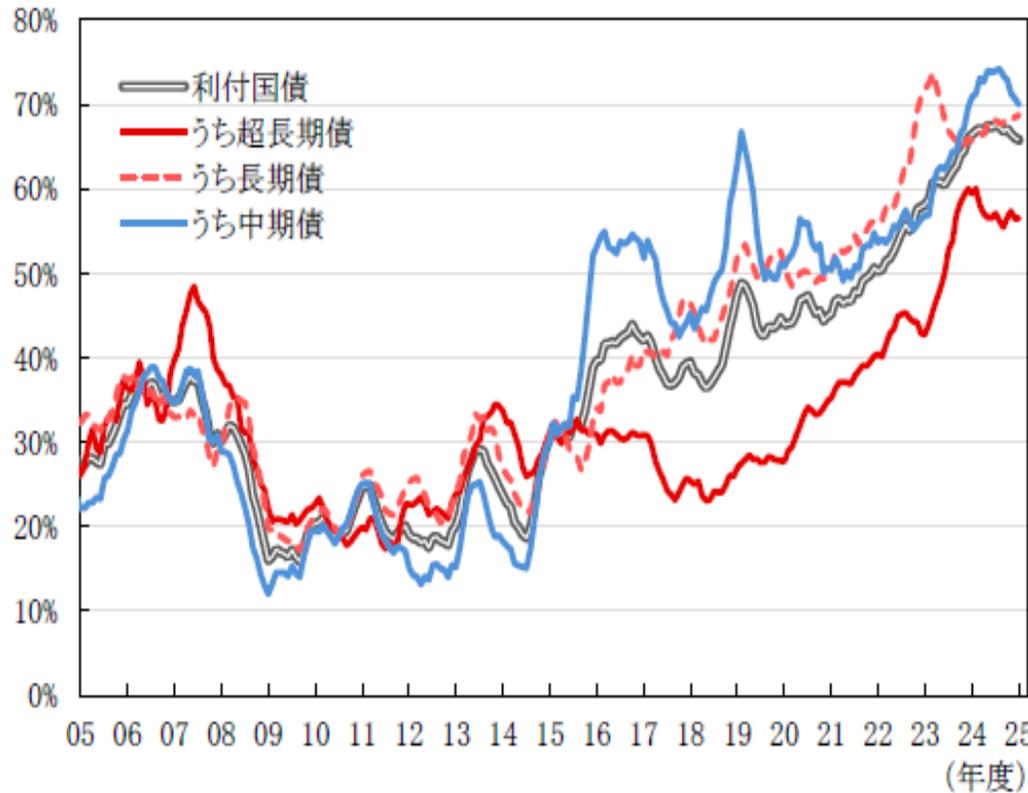
図22: ボンドコンバージョンの概要



出所: FRB、米財務省、その他資料より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

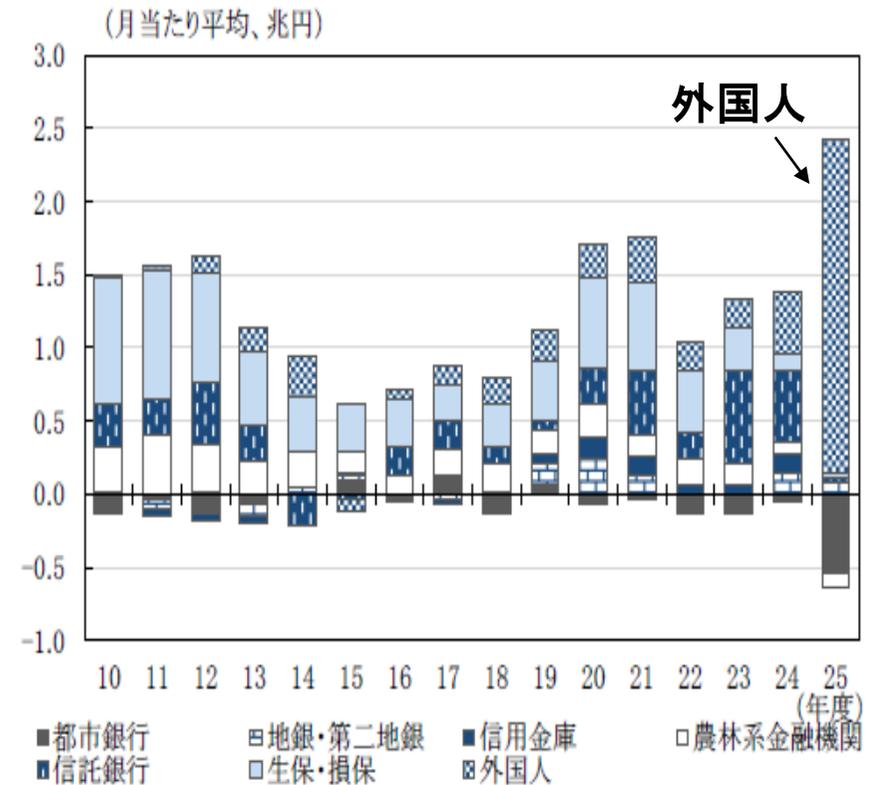
1. 「金利が動く世界」となり、外国人の売買高シェアが増加
2. ただし、外部環境次第で外国人が急に売り手に回るリスクあり

図23: 外国人の利付国債 gross 売買高のシェア
 (6ヵ月移動平均値)



注: 合計売買高(「その他」「債券ディーラー」除く)に対する外国人売買高のシェア
 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

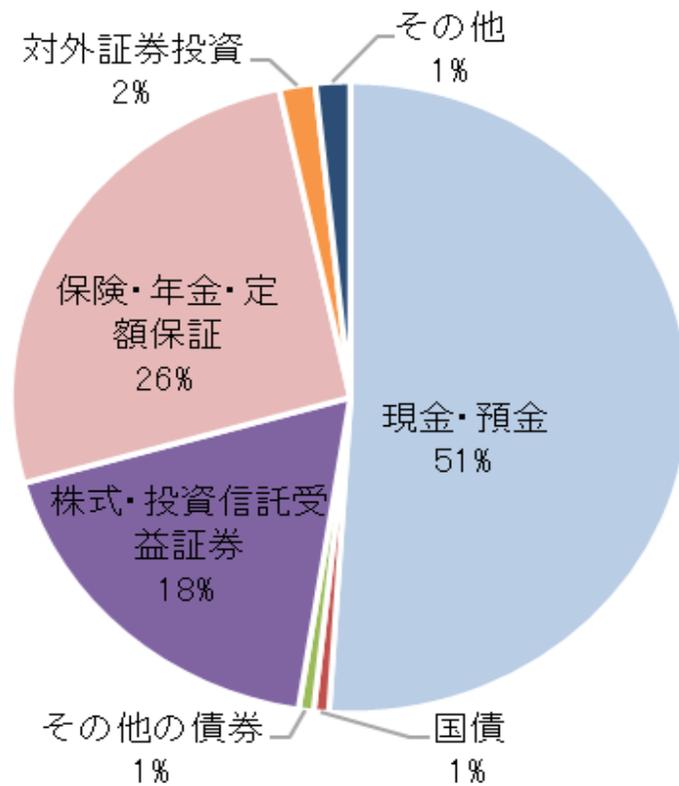
図24: 超長期債のネット売買高(月平均)の推移



注: 主要7業態のネット売買高。25年度は4月分のみ
 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

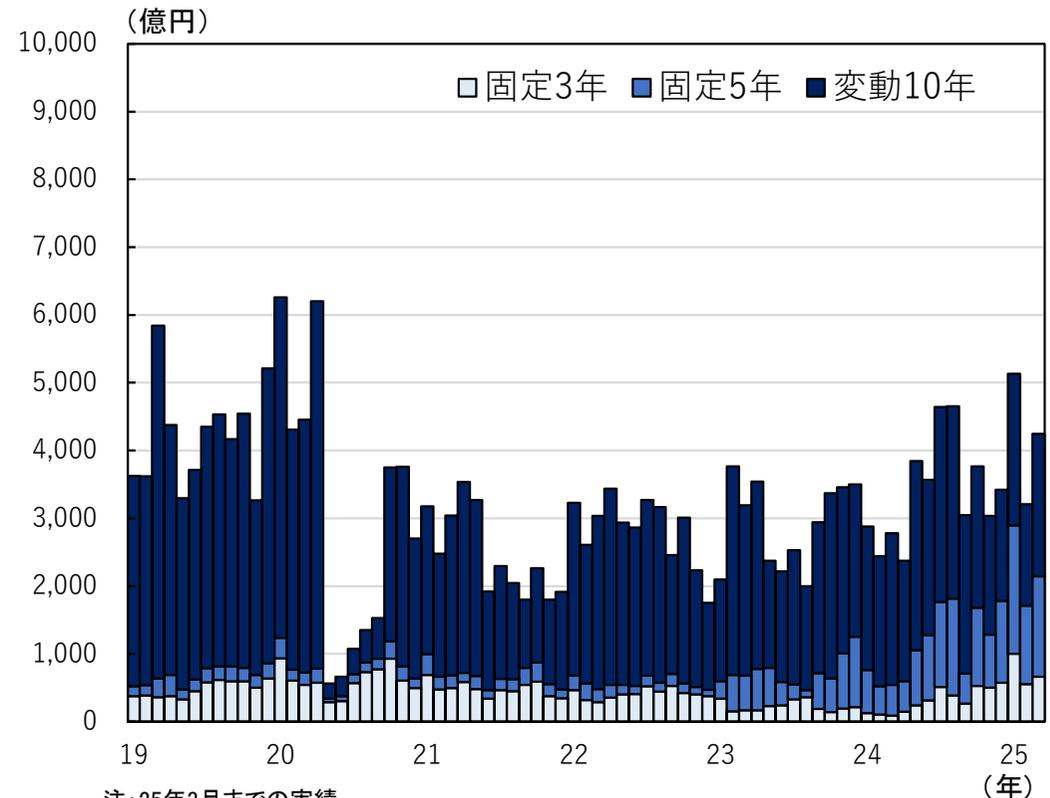
1. 家計の金融資産のうち国債が占める比率は1%と拡大余地あり
2. 短期間で国債への大きなシフトが起こる可能性は低そう
3. 銀行が預金確保のため預金金利の追随率を上げる可能性も

図25: 家計の金融資産内訳(25年3月末)



出所: 日銀「資金循環統計」より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

図26: 個人向け国債の発行推移



注: 25年3月までの実績

出所: 財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

1. 財務省は6月23日に今年度の国債発行計画を修正し、超長期セクターの発行減額を決定。さらなる減額検討も？
2. 他国では、流動性が低下した既発債と新発債のスイッチ・オークションなどを実施

国債の買入れ消却の仕組み

買入消却とは、いわば国債を前倒して償却するという側面を有します。**そのための原資は、一般会計から国債整理基金特別会計(特会)に債務償還費として繰り入れ、国債整理基金特会を通じて買入れを行います。**もっとも、現在の運用では、その見合いで借換債を発行するため、ネットとしての国債供給量は変化しません。その意味で、買入消却とは、流動性が枯渇した銘柄を流動性がある銘柄に入れ替える措置とみることができます。

実務では、買入消却代金のうち、**オーバーパーの部分は債務償還費として繰り入れるものの、額面は債務償還費の繰り入れではなく国債整理基金特会の借換債収入で対応します。**例えば、ある銘柄を105円で額面200億円分買入れた場合、償還日は合計で210億円必要となります。その財源は、10億円分が一般会計国債費から国債整理基金特会に繰り入れ、残り200億円分が国債整理基金特会の借換債収入となります

出所：財務省「ファイナンス」(2024年1月)。強調は弊社による

イタリア財務省による国債買戻し入札およびスイッチ・オークションの概要

【買戻し入札】参加資格は政府公認の専門ディーラー (Specialists in Government Bonds)。財務省が**国庫余剰金等**を用い、指定した対象銘柄について入札方式で実施。新規の国債は発行されず、単に既発国債を繰上償還する。

【スイッチ・オペレーション】**既発債と新発債の交換**。例えば、2024年10月に最大30億ユーロ規模で特定銘柄の交換オペを実施。「5.00% 2034年8月債および4.00% 2037年2月債」を新規発行する代わりに、「満期2025年～2026年の複数の既発債(0.35% 2025年2月債、5.00% 2025年3月債、1.40% 2025年5月債<イタリア指数連動債>等)」を買い戻し。買い戻し対象の国債は事前に銘柄が列挙され、当日朝9時にそれら旧債の買入価格(買戻価格)を公表。参加ディーラーは提示された旧債価格を前提に、新発債(振替債)の希望量を入札。結果は午前10時過ぎには発表され、交換条件が確定。

出所：イタリア財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

- 「金利のある世界」「金利が動く世界」に回帰し、安定的な国債発行の重要性が一段と高まっている
- 最近の超長期セクターにおける需要構造変化がその一例
- 「日銀」から「日銀以外」へのスムーズな国債消化のバトンタッチが求められる
- 金利上昇による「含み損」と金融機関のリスク許容度に注意
- 綿密かつ柔軟な国債管理政策の必要性

「国債管理政策の基本的目標」

- 確実かつ円滑な発行により必要とされる財政資金を確実に調達すること
- 中長期的な調達コストを抑制していくことによって、円滑な財政運営の基盤を確保すること

出所：財務省「債務管理レポート 2025」

【金融政策ナビゲーター】

日銀は政策金利を据え置きへ、26年度・国債買入れ減額は小幅圧縮か

インベスメントリサーチ部 チーフ債券ストラテジスト 大車治美, チーフエコノミスト 大島一宏 Ph.D.

- 先行きの不確実性は引き続き高く、日銀は6月会合で政策金利を0.5%に据え置く公算が大きい
- 現行の国債買入れ減額計画は「修正なし」と予想。26年度についても減額ベースを減らす必要性は小さい
- もっとも、日銀は国債市場の安定配慮を示したい模様。26年度の減額幅を3,000億円に小幅圧縮か

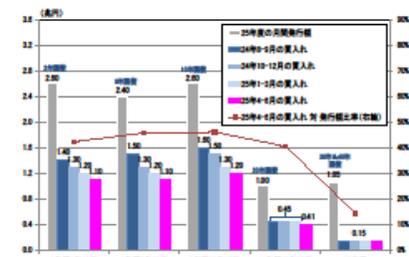
日銀は政策金利の据え置きを決定する見込み

日銀は6月16日・17日に金融政策決定会合を開催する。金融政策は現状維持、すなわち無担保コールレート・オーバーナイト物誘導水準は「0.5%程度」に据え置かれると予想している。日銀は前回4月30日・5月1日会合で示した「展望レポート」で、米国の通商政策の影響を勘案し、経済成長ペースはいったん「鈍化」し、消費者物価の基調的な上昇率も「伸び悩む」とのシナリオを示した。足元、米国と日本を含む主要貿易相手国との関税協定の行方は未だ流動的であることに加え、関税引き上げの影響の全体像を把握するためには更なるハードデータの発表を待つ必要がある。現状では先行きの不確実性が引き続き高いため、日銀は「内外の経済・物価情勢や金融市場の動向等を丁寧に確認し、予断を持たずに判断していく」(4月「展望レポート」)スタンスを維持する見込み。

市場の関心は「国債買入れ減額計画」の行方

こうしたなか、市場の関心は、①25年度末までの国債買入れ減額計画(以下、現行計画)の中間評価、および②26年度以降の国債買入れ方針(以下、26年度方針)、に集まっている。①②をこのタイミングで実施することは、昨年7月会合で①を決定した際にアナウンス済み。日銀は今回の検討に先立ち、5月20日・21日に「債券市場参加者会合」を開催してヒアリングを行った。26年度方針については、市場参加者の意見が「減額ベースの加速・維持・停止」と割れていたことが会合資料から判明している。

図1:月次の国債発行額と日銀国債買入れ



注: 「25年超」の発行額は月次換算
出所: 日銀、財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

表1: 25年度末までの「現行計画」

年	月	月間買入れ額	日銀国債保有	国債発行残高	日銀保有シェア
2024	7	5.7	582	1,099	53%
	8-9	5.3	576	1,098	52%
	10-12	4.9	573	1,106	52%
2025	1-3	4.5	566	1,110	51%
	4-6	4.1	559	1,114	50%
	7-9	3.7	550	1,119	49%
	10-12	3.3	542	1,123	48%
2026	1-3	2.9	532	1,126	47%

注: 日銀国債保有、国債発行残高、日銀保有シェアは昨年7月時点の弊社試算
出所: 日銀、財務省より三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

本資料は信頼できると思われる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではなく、利用に際してはお客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。巻末に重要な注意事項を記載していますので、ご参照下さい。



大車 治美

Naomi Muguruma

チーフ債券ストラテジスト
Chief Fixed Income Strategist

担当: BOJウォッチ・国債市場分析
Focus: BoJ watch, JGB market analysis

muguruma-naomi@sc.mufg.jp

日銀ヴェリタス 債券・為替アナリスト エコノミスト人気調査

2025 債券アナリスト部門 4位
2024 債券アナリスト部門 5位
2023 債券アナリスト部門 7位

Nikkei Veritas analyst ranking

2025 Bond analyst 4th
2024 Bond analyst 5th
2023 Bond analyst 7th

経歴

1988年4月、東京銀行(現在の三菱UFJ銀行)に入行。96年4月より東京三菱証券(現在の三菱UFJモルガン・スタンレー証券)に転向し、日本経済および国債市場分析を担当。2000年2月にスタンダード・アンド・プアーズMMS入社、シンガポールにてシニア・フィックス・インカム・アナリスト(円債分析)兼プロダクト・マネージャー。2004年2月に三菱証券(現在の三菱UFJモルガン・スタンレー証券)入社し、シニア債券ストラテジスト、2013年10月よりシニア・マーケットエコノミスト、22年7月にチーフ債券ストラテジスト。慶応義塾大学法学部卒。静岡県立大学国際関係学部 非常勤講師(平成30年度・後期)

Career

Joined Bank of Tokyo (now MUFG Bank) in April 1988. Seconded to Tokyo-Mitsubishi Securities (now MUMSS) in April 1996, analyzing the Japanese economy and the JGB market. Joined Standard & Poor's MMS in February 2000, working as a senior fixed income analyst (yen bonds) and product manager in Singapore. Joined Mitsubishi Securities (now MUMSS) in February 2004, working as a senior fixed income strategist. Became senior market economist in October 2013, before entering current role as chief fixed income strategist in July 2022. Graduated from Keio University, Faculty of Law. Served as adjunct instructor at the University of Shizuoka, School of International Relations (Oct 2018 - Mar 2019).

アピールポイント、目標

「日本の短期金利がプラスだった時代」から日本経済・円金利分析業務に携わっています。特に、中央銀行の金融政策については長年、丹念なフォローを続けてきました。なぜ、中央銀行は非伝統的な金融緩和政策に踏み出さざるを得なかったのか、そこからの出口政策はどうなるのか、説得力のあるシナリオをご提供します。英語でのプレゼンもお申し付けください。

Goals & Insights

I have been analyzing Japan's economy and yen interest rates since back in the days when short-term interest rates were positive in Japan. I have continued to follow central banks' monetary policy moves particularly closely for many years now. I look to provide convincing scenarios to explain why central banks have been forced to adopt unconventional monetary easing policies and what sort of exit strategies emerge from such moves. I also offer presentations in English on request.

ご提供できるプレゼンの内容

- ・ 日米欧の金融政策と金利見通し
- ・ 日銀金融政策の歴史
- ・ 日銀の金融市場関係
- ・ 金融政策入門

Presentation topics:

- Monetary policy and interest rate outlook in Japan the US, and Europe
- History of BoJ monetary policy
- BoJ market operations
- Introduction to monetary policy.

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: LINE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

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、更新され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・国やその他の地域の市民・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」) に登録され、Financial Industry Regulatory Authority (金融取引業規制機構、「FINRA」) による規制を受けています (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 (米国内蔵入庁 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いません。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Investment Industry Regulatory Organization of Canada (カナダ投資業規制機構、「IIROC」)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、IIROCのメンバーに適用されるルール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上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けます。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: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、MUFG Securities Asia Limited Singapore Branch (以下、MUS(ASIA) シンガポール支店) とのアレンジに基づき配布されます。MUFG Securities Asia Limited は香港の法律に準じた組織であり、Hong Kong Securities and Futures Commission (香港証券先物取引委員会; Central Entity Number AAA889) の規制を受けています。MUS(ASIA) シンガポール支店は Securities and Futures Act ("SFA") in Singapore の規制に基づき、キャピタルマーケット・サービス・ライセンス("CMS Licence") を有しております。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers Regulation の section 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) シンガポール支店は 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。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(ASIA) シンガポール支店にご連絡ください。

以下は本レポートをお読みになる方が、シンガポールにおいてシンガポール域外のforeign related corporationの職員とコミュニケーションを図る場合にのみ適用されます。

MUMSSは、Securities and Futures (Exemption for Cross-Border Arrangements) (Foreign Related Corporations) Regulations 2021およびthe Financial Advisers (Exemption for Cross-Border Arrangements) (Foreign Related Corporations) Regulations 2021に基づくMUS(ASIA)シンガポール支店のforeign related corporationです。

foreign related corporationの職員はシンガポール域外の当該foreign related corporationのために行動しており、かかる職員はシンガポール金融管理局規則 (MAS規則) に拘束されません。

本レポートをお読みになる方は、かかる (foreign related corporationの) 職員のMAS規則上の法的義務違反について提訴することはできないが、契約や一般法において読み手が有する公民権あるいは救済措置に影響を及ぼすことはありません。

香港: 本資料が香港において配布される場合、本資料はMUFGのグループ会社であるMUFG Securities Asia Limited (以下「MUS(ASIA)」)。電話番号：+852-2860-1500) とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)はHong Kong Securities and Futures Ordinanceに基づいた認可、及びSecurities and Futures Commission (香港証券先物取引委員会; Central Entity Number AAA889) の規制を受けています。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りません。

その他の地域: 本資料がオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又はMUS(ASIA)シンガポール支店により配布されています。MUS(ASIA)はAustralian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103に基づき、Corporations Act 2001が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(ASIA)シンガポール支店はASIC Class Order Exemption CO 03/1102により同様に義務を免除されています。本資料はオーストラリアのCorporations Act 2001に定義されるwholesale clientのみを配布対象としております。

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は除きます)。

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