

## FOMC 声明を受けた米金融政策の今後と相場の考え方

チーフ・インベストメント・  
ストラテジスト  
上田 祐介

### [本レポートのサマリー]

#### 1. 本レポートの目的 p.1

2023年1月31日～2月1日にかけて、米国連邦公開市場委員会(以下、FOMC)が開催された。本レポートでは、FOMCにおける声明はパウエル議長の記者会見内容などを元に、今後の金融政策の動向と相場予想に関する弊社の考え方を示す。

#### 2. 2023年初回のFOMC声明で示されたメッセージ p.1

ここではFOMC声明文とパウエル議長の発言内容のポイントを確認した。

- FF金利のレンジは4.5-4.75に、0.25%引上げ(従来の0.5%よりスローダウン)。
- 2022年12月までのFOMCでは、継続的な政策金利の「引き上げペース」が議論の主眼であった。しかし、今回は「目標レンジの最終的な引き上げ上限」が議論の主眼に変化した。
- FOMC後のパウエル議長の記者会見では、(i) 継続的な利上げが適切であり、(ii) バランスシートの規模を大幅に縮小するプロセスも継続、(iii) しばらくの間引締めスタンスを維持する必要がある、等の見解が示された

#### 3. FOMCコメントを受けた、弊社による相場想定の方 p.3

2022年前半に大きく落ち込んでいた米国金融市場では、2022年末から2023年に入り一転強気のラリー相場が継続、株価は上昇し金利も低下(債券価格は上昇)傾向を示している。ここでは、こうした市場価格の裏付けとなるコンセンサス予想の中身を確認し弊社の想定との違いを比較した。

- 市場コンセンサスは、利上げ完了後、年後半にも速やかな利下げ開始と継続を想定
- 弊社では、金融正常化の流れはすぐには反転せず、またバランスシート縮小と整合性のない利下げも実施されにくいと想定
- 弊社想定の下では、長期債を含む債券インデックスファンドのパフォーマンスは再度の低下に警戒が必要
- 金融政策への見方が異なれば、為替相場への見方も変わること。弊社想定では、2023年の為替想定レンジは125-145円程度。

## 5 バリューストック ストラテジー・レポート

## FOMC 声明を受けた米金融政策の今後と相場の考え方

5 バリューストック チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

## 1. 本レポートの目的

2023年1月31日～  
2月1日にかけて、  
FOMC が開催

2023年1月31日～2月1日にかけて、米国連邦公開市場委員会(以下、FOMC)が開催された。本レポートでは、FOMC における声明はパウエル議長の記者会見内容などを元に、今後の金融政策の動向と相場予想に関する弊社の考え方を示す。

## 2. 2023年初回の FOMC 声明で示されたメッセージ

図表1には、昨年12月と今年2月1日付で公表された FOMC 声明文との間で、変更された記載内容を比較した(青地は抹消された表現、赤字は新規表現)。両者の比較から、米国連邦準備制度理事会(以下、FRB)の米国経済に関する現状認識について、下記の変化を確認できる。

これまでの継続的な政策金利の「引き上げペース」が議論の主眼であったが、今回からは「目標レンジの最終的な引き上げ上限」が議論の主眼に変化。

FF 金利のレンジを 4.5-4.75 に、0.25% 引上げ(これまでの 0.5% よりスローダウン)

パウエル議長の記者会見では、(i) 継続的な利上げが適切であり、(ii) バランスシートの規模を大幅に縮小するプロセスも継続、(iii) しばらくの間引締めスタンスを維持する必要がある、等の見解が示された

- 現在のインフレ状況は昨年後半よりも緩和。ただし、依然として高い水準にある。
  - エネルギー価格の下落を受け、ロシアによる戦争のインフレへの直接的な影響は後退したとの認識。
  - 金融政策スタンスの評価材料からコロナ影響(公衆衛生)を除外
  - これまでは継続的な政策金利の「引き上げペース」が議論の主眼であったが、今回からは「目標レンジの最終的な引き上げ上限」が議論の主眼に変化。
  - FF 金利のレンジを 4.5-4.75 に、0.25% 引上げ
- などが、両期間における主な変更内容となっていた。

また、FOMC 後のパウエル FRB 議長の記者会見で触れられたコメント<sup>1</sup>について、以下で概観する。

- 物価の安定は FRB の責務であり、経済の基盤。物価の安定なくして経済は機能しない。物価の安定が無ければ、持続的に労働市場を恩恵のある状態に維持できない。
- 過去1年間の強力な金融引き締めにも関わらず、物価の安定にはまだ未達。
- インフレ率を長期的に2%に戻すためには、(i) 継続的な利上げが適切であり、(ii) バランスシートの規模を大幅に縮小するプロセスも継続していく。物価の安定を取り戻すには、しばらくの間引締めスタンスを維持する必要がある。
- 今年の米国の経済成長も小幅な伸びにとどまる。
- 経済成長率の鈍化にもかかわらず、労働市場は極めてタイトで、失業率は50年ぶりの低水準、求人倍率は依然として非常に高く、賃金上昇率も高水準。

<sup>1</sup> [“Transcript of Chair Powell’s Press Conference Opening Statement”](#), 2023/2/1, FRB ホームページ

- インフレ率は、長期的な目標である2%を大幅に上回っている。現在の高インフレが長引けば長引くほど、インフレ期待が定着する可能性が高くなる。
- 政策金利の引き上げ幅の決定にあたっては、長期的なインフレ期待を安定させることに重点を置いている。インフレ率の低下にはトレンドを下回る成長率と労働市場の軟化が必要となることがあるが、過去の歴史的な経験から、早まった政策緩和を強く戒められている。
- 私たちは、仕事が完了するまで、現在の方針を維持していく。

図表1 FOMC 声明の前回(2022/12 から今回(2023/2)における変化

2022/12/14 FOMC声明	2023/2/1 FOMC声明
最近の指標では支出と生産が緩慢な伸びを示している。雇用はこの数カ月、堅調に伸びており、失業率は低水準に抑えられている。 <del>インフレは高止まりし、それはパンデミックに関連した需給の不均衡と食品・エネルギー価格の上昇、より広範な価格圧力を反映している。</del>	最近の指標では支出と生産が緩慢な伸びを示している。雇用はこの数カ月、堅調に伸びており、失業率は低水準に抑えられている。 <b>インフレは幾分和らいだが、依然として高水準にある。</b>
ロシアによるウクライナへの戦争は人的・経済的に甚大な苦難を引き起こしている。 <del>この戦争と関連の事柄は物価上昇圧力の一因となっており、世界の経済活動への重しとなっている。</del> 委員会はインフレリスクに細心の注意を払っている。	ロシアによるウクライナへの戦争は人的・経済的に甚大な苦難を引き起こし、 <b>世界的な不確実さを高めている。</b> 委員会はインフレリスクに細心の注意を払っている。
委員会は、より長期にわたり最大限の雇用と2%のインフレ率を達成することを目指す。これらの目標実現を支えるため、委員会はフェデラルファンド(F F)金利誘導目標のレンジを <b>4.25 - 4.5%</b> に引き上げることを決定した。委員会はインフレ率を時間とともに2%に戻すべく十分に抑制的な金融政策スタンスを実現するためには、継続的な誘導目標レンジ引き上げが適切になると見込む。 <del>誘導目標レンジの今後の引き上げペースを決定する上で、</del> 委員会は金融政策の累積的な引き締めや、金融政策が経済活動とインフレに与える影響の遅効性、経済や金融の情勢を考慮する。	委員会は、より長期にわたり最大限の雇用と2%のインフレ率を達成することを目指す。これらの目標実現を支えるため、委員会はフェデラルファンド(F F)金利誘導目標のレンジを <b>4.5 - 4.75%</b> に引き上げることを決定した。委員会はインフレ率を時間とともに2%に戻すべく十分に抑制的な金融政策スタンスを実現するためには、継続的な誘導目標レンジ引き上げが適切になると見込む。 <b>誘導目標レンジを今後どの程度引き上げるかを決定する上で、</b> 委員会は金融政策の累積的な引き締めや、金融政策が経済活動とインフレに与える影響の遅効性、経済や金融の情勢を考慮する。
さらに委員会は5月公表の米連邦準備制度バランスシート規模縮小計画に記載したように、財務省証券とエージェンシー債、G S E保証付き住宅ローン担保証券(M B S)保有の削減を継続する。委員会はインフレ率を目標の2%に戻すことに強くコミットしている。	さらに委員会は以前公表した計画に記載したように、財務省証券とエージェンシー債、G S E保証付き住宅ローン担保証券(M B S)保有の削減を継続する。委員会はインフレ率を目標の2%に戻すことに強くコミットしている。
金融政策の適切なスタンスを評価・判断する上で、委員会は今後の情報が経済見通しに与える意義を引き続き監視する。委員会の目標達成を妨げる可能性のあるリスクが出現した場合、委員会は必要に応じて金融政策スタンスを調整する用意がある。委員会は <b>公衆衛生</b> や労働市場の状況、インフレ圧力やインフレ期待を示す各指標のほか、金融・国際情勢などを幅広く考慮して判断する。	金融政策の適切なスタンスを評価・判断する上で、委員会は今後の情報が経済見通しに与える意義を引き続き監視する。委員会の目標達成を妨げる可能性のあるリスクが出現した場合、委員会は必要に応じて金融政策スタンスを調整する用意がある。委員会は労働市場の状況、インフレ圧力やインフレ期待を示す各指標のほか、金融・国際情勢などを幅広く考慮して判断する。
今回の金融政策措置に対し、パウエル議長とウィリアムズ副議長、バー連邦準備制度理事会(F R B)副議長、ボウマン理事、ブレイナードF R B副議長、 <del>ブラッド</del> 総裁、 <del>ヨサノズ</del> 総裁、クック理事、 <del>ジョージ</del> 総裁、ジェファーソン理事、 <del>メスター</del> 総裁、ウォラー理事が賛成した。	今回の金融政策措置に対し、パウエル議長とウィリアムズ副議長、バー連邦準備制度理事会(F R B)副議長、ボウマン理事、ブレイナードF R B副議長、クック理事、 <b>グールズビー</b> 総裁、 <b>ハーカー</b> 総裁、ジェファーソン理事、 <b>カシュカリ</b> 総裁、 <b>ローガン</b> 総裁、ウォラー理事が賛成した。

(注) 日本語訳は弊社の仮訳。詳細は出所リンクに含んだ原文をご参照いただきたい。表中の青字・赤字は2時点間の変更内容を表す。

出所: [FOMC 声明文](#)より、5バリューアセットで作成

### 3. FOMC コメントを受けた、弊社による相場想定の方

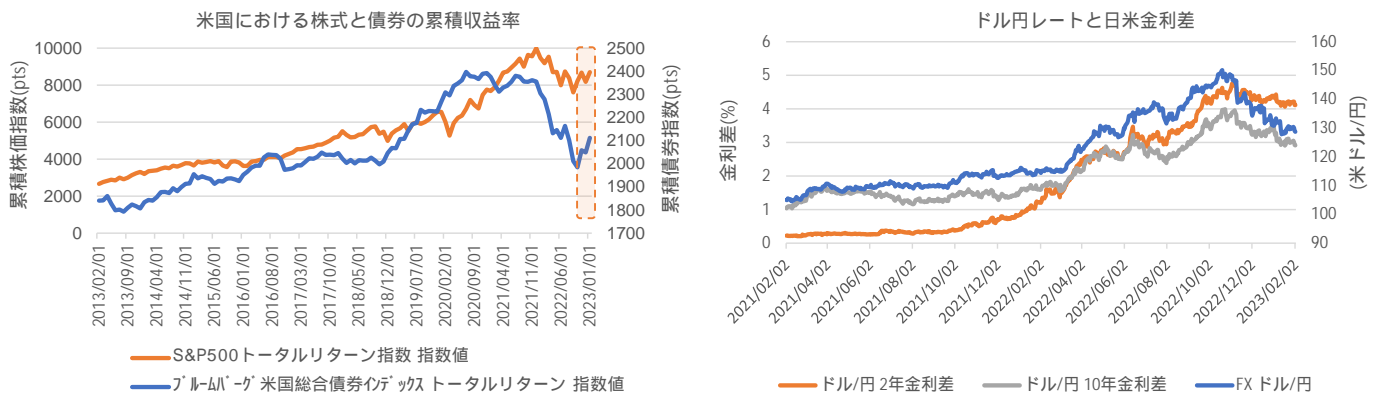
ここでは、FOMC コメントを受け、今後の米国金融政策の動向と米国相場に関する弊社の考え方を示す。

#### (1).政策金利と債券相場の想定

**米国相場は、株式・債券共に価格が上昇傾向**

2022 年前半に大きく落ち込んでいた米国金融市場では、2022 年末から 2023 年に入り一転強気のラリー相場が継続、株価は上昇し金利も低下(債券価格は上昇)傾向を示している。

図表 2 米国の金融資産の累積パフォーマンスと、為替動向



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

**市場価格の裏付けとなるコンセンサス予想の中身を確認**

こうした強気相場の前提となっているのは、インフレが抑制されればFRBが金融政策を下げに転ずるという期待感だと考えられる。以下の図表3には、Bloomberg社が集計した市場コンセンサス予想と、5バリュアセットにおける市場予想の差異を示した比較した。

図表 3 米国金利指標に関する Bloomberg コンセンサス予想(2022/2/1 時点)と弊社想定の違い

		前四半期末	直近					
	米国金利	2022/12	2023/02/01	2023/6	2023/12	2024/6	2024/12	2025/6
Bloomberg コンセンサス	米中央銀行レート(%)	4.50	4.75	5.05	4.75	3.85	3.30	3.00
	米3ヵ月レート(%)	4.77	4.81	4.98	4.54	3.77	3.16	2.97
	米2年国債(%)	4.43	4.10	4.23	3.72	3.27	2.98	3.08
	米10年国債(%)	3.88	3.41	3.63	3.39	3.25	3.19	3.26
5VA 想定	米中央銀行レート(%)	4.50	4.75	5.05	5.05	4.82	4.47	3.97
	米3ヵ月レート(%)	4.77	4.81	4.89	4.95	4.65	4.27	3.72
	米2年国債(%)	4.43	4.10	4.58	4.30	3.87	3.46	3.06
	米5年国債(%)	4.01	3.50	4.17	4.33	4.14	3.94	3.67
	米10年国債(%)	3.88	3.41	3.55	3.56	3.49	3.41	3.36

(注). Bloomberg コンセンサスは、同社が集計した市場予想値の集計値を、5VA 想定は5バリュアセットの想定値を、それぞれ示している  
出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

市場コンセンサスは、利上げ完了後、年後半にも速やかな利下げ開始と継続を想定

弊社では、金融正常化の流れはすぐには反転せず、またバランスシート縮小と整合性のない利下げも実施されにくいと想定

弊社想定の下では、長期債を含む債券インデックスファンドのパフォーマンスは再度の低下に警戒が必要

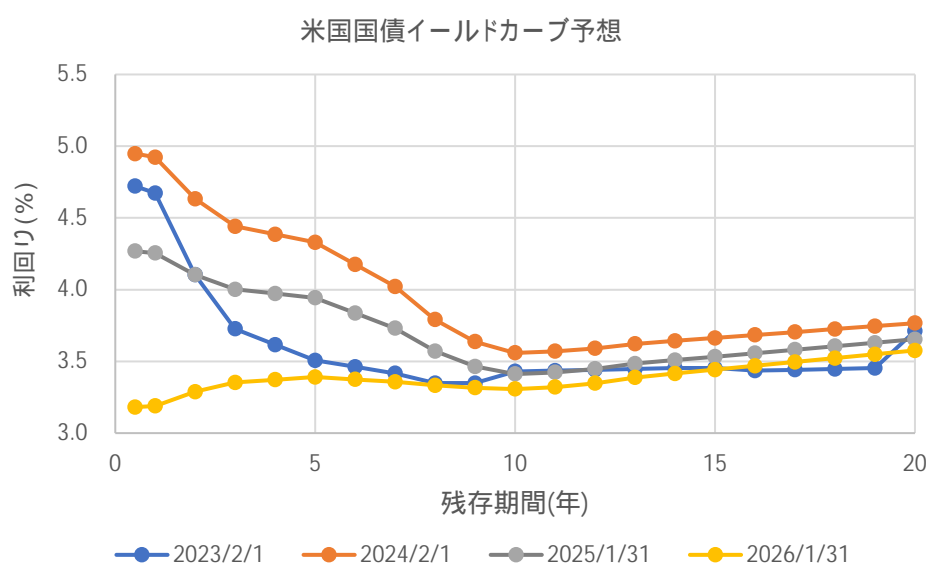
同図表に示した通り、市場コンセンサスが前提としている金融政策では、2023年中の早い段階で、後2回程度の利上げ(3月,5月)が継続し、FF金利が5%を上回る水準に至る。こまではパウエル議長のFOMC後の記者会見で示されたコメントとも一致している。

しかしその後の推移に関する想定が、議長コメントとは大きく異なり、2023年のうちに利下げが開始され、その後も急ピッチで利下げが継続されることを想定している。これは、同時に、このような想定を置かないと、株価や債券価格が上昇するシナリオが描けない、とも解することができる。

しかし、パウエル議長の見解に従えば、少なくとも2023年中は引締めスタンスが維持され、バランスシートの規模を“大幅に縮小する”プロセスも継続されると考えるならば、一方でベースマネー(中央銀行の証券保有残高に連動)を急速に圧縮しながら、同時にマネーストックを増大させるべく政策金利を引き下げ、といった整合性に欠ける金融政策が採られるとは、弊社では考えていない。弊社では、パウエル議長発言及びFOMC声明にのっとり、金融機能の正常化が継続する状況は少なくとも2023年中は継続されるものと考えており、短期の経済減速にも金融政策は左右されにくいと考えている。

こうした前提に立てば、現在のリスク専好に走る金融相場は、市場の思惑が過度に先行している可能性があり、今後も市場の需給に応じた変動性(ボラティリティ)の高まりを伴いやすいものと考えている。よって、図表3に示した予想のように長期金利の再反転上昇により、再度、長期の債券が多く含まれる米国の債券インデックスファンドの時価が再度下落する可能性にも十分な警戒が必要だと考えられる。

図表4 弊社想定 of 米国債イールドカーブの推移



(注) 将来のイールドカーブについては5バリュアセットの想定値を示している

出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成



### ドル建て債投資では短期債への傾斜が有効な戦略

一方で、米国のイールドカーブは特に短期ゾーンにおいて極端な逆イールドとなっており、ドル建てのエクスポージャーにおいては、2年債などの相対的に短い年限の債券の方が安定して確定利回りを得られやすい構造となっている。今後、2年程度の金融政策調整期間中の期間損益の最大化には、年限を短期化した債券投資が有効と考えられる。

### (2). 為替相場の想定

### 金融政策への見方が異なれば、為替相場への見方も変わることに

最後に、為替相場について弊社の考え方を示す。日銀の基本スタンスが緩和的金融政策にある状況は、4月以降に黒田氏に代わる新たな日銀総裁が選任されても大きくは変化しにくいと弊社では考える。このため、日米の金利差は今後も米国金利の影響を受けやすい。図表5では、こうした想定を元に為替相場に関する Bloomberg 提供の市場コンセンサスと、弊社の想定値との差異を比較した。

図表5 為替相場に関する Bloomberg コンセンサス予想 2022/2/1 時点)と弊社想定の違い

	為替想定	直近	2023/6	2023/12	2024/6	2024/12	2025/6
		2023/2/1					
Bloomberg コンセンサス	円/米ドル	129.9	127.0	125.0	122.5	120.0	117.5
	円/ユーロ	141.2	138.0	137.0	135.5	134.0	132.5
	ユーロ/米ドル	1.087	1.080	1.110	1.125	1.140	1.130
5VA 想定	円/米ドル	129.9	134.0	129.6	123.7	117.9	112.4
	レンジ(円高)		125.0	125.0	120.0	115.0	110.0
	レンジ(円安)		145.0	145.0	140.0	135.0	130.0
	円/ユーロ	141.2	143.9	143.2	142.1	141.1	140.2
	ユーロ/米ドル	1.087	1.073	1.095	1.148	1.238	1.376

(注). Bloomberg コンセンサスは、同社が集計した市場予想値の集計値を、5VA 想定は5バリュアセットの想定値を、それぞれ示している  
出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

### 弊社想定では、2023年の為替想定レンジは125-145円程度

足元では Bloomberg の提供する市場コンセンサスは、継続的に円高が進みやすい方向に傾斜している。しかし、この前提はあくまで金融政策が短期間(6か月程度の経過後)に、利下げ(金融緩和)方向に反転することを前提としている。弊社では、先に示したFRBの金融政策スタンスからこうした想定は実現化しにくいと評価している。よって、6月頃までには若干の円安(135円程度)方向にぶれやすく、年末では130円/米ドル程度にとどまりやすい。ただし、変動性が大きいことからレンジで相場を見ると、2023年の指定期間は125-145円程度と考える。

## 無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

### ○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて	S&P グローバル・レーティングについて	フィッチ・レーティングスについて
<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p>	<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p>	<p>格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p>
<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a> )の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p>	<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&amp;P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a> )の「ライブ러리・規制関連」の「無登録格付情報」( <a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a> )に掲載されております。</p>	<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ( <a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a> )の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」( <a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a> )の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p>
<p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>信用格付の前提、意義及び限界について S&amp;P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&amp;P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

## Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領される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・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

### 開示事項

本資料の作成及び配布は 5 バリュアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・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する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

### 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（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、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、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

### 免責事項

本資料内で 5VA 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、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で 5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について 5VA は一切責任を負いません。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。

5VA 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、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において 5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、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内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA 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。



本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では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おりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、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、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

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。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあります。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VA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。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

**楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号**

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

**東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号**

加入する協会：日本証券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

**マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号**

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融  
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人  
投資顧問業協会

#### 【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

#### 【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016年5月) 0390900204