

米ドル建て銀行社債の取引傾向の変化

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. 本レポートの目的と参照データについて p.1

本レポートでは、シリコンバレー銀行(以下、SVB)の破綻に端を発した一部の米国国内銀行からの資金流出や、クレディ・スイス・グループ(以下、CSG)の AT1 債のペイルイン(額面全額償却)等を受け、米国債券市場の中での銀行社債の取引動向を確認する。

2. 米ドル建て銀行社債全体の取引傾向 p.1

- 銀行社債全体の取引金額は、休場日(4/7)の前営業日であった 4/6 を除けば 4 月に入ってから極端な取引の減少傾向は観測されていない。
- TLAC シニア債の取引量はコンスタントに維持されている。3 月以降の銀行セクターの混乱や CSG による AT1 債の額面全額償却(ペイルイン)を受け、3/8 ~ 3/30 にかけて AT1 債(永久劣後債)や B3T2 債(期限付劣後債)の取引が件数・金額ともに増加した。しかし、4 月に入ってから両劣後債の取引件数・金額は大きく減少している。

3. 銀行 AT1 債(永久劣後債)の取引傾向 p.3

- 米銀の AT1 債が、全 AT1 債取引に占める件数・金額シェアは、おおむね 40 ~ 50% で安定的に推移。
- 他地域の銀行 AT1 債の取引については、3 月初頭には HSBC ホールディングス債の取引金額シェアが多かったが、CSG のペイルイン後はバークレイズの AT1 債の取引金額が多くなっており、債券市場からの警戒対象は同行に移行。

4. 銀行 B3T2 債(期限付劣後債; Tier 2 債)の取引傾向 p.5

- 米銀が、全 B3T2 債取引に占める件数・金額シェアは、3 月半ばには 30%前後まで低下していたが、欧州など他地域銀行の B3T2 債の取引が減る中で、米銀の B3T2 債の取引規模は相対的に安定しており、結果として米銀債の取引シェアも上昇。
- 個別銘柄では米国国内銀行であるファーストリパブリック銀行やドイツ銀行の B3T2 債の取引が多かった。

5. 銀行 TLAC シニア債の取引傾向 p.6

- 米銀の TLAC シニア債は、同種の債券取引において 50 ~ 70%の件数・金額シェアを安定的に維持。欧州銀行債の取引シェアは相対的に低い。
- 他地域で取引が相対的に多いのは HSBC ホールディングス債。CSG 債の取引は 3 月半ばには多かったが、4 月に入り激減。

5 バリュースセット ストラテジー・レポート

米ドル建て銀行社債の取引傾向の変化

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的と参照データについて

本レポートでは、シリコンバレー銀行(以下、SVB)の破綻に端を発した一部の米国国内銀行からの資金流出や、クレディ・スイス・グループ(以下、CSG)の AT1 債のペイルイン(額面全額償却)などを受け、米国債券市場の中での銀行社債の取引動向を確認する。

なお、ここでの分析の原データは、リーマン・ショック後に米国内の金融機関に取引実績の報告が義務付けられた米金融取引業規制機構(FINRA)の取引報告・相場報道システム(以下、「TRACE」; Trade Reporting and Compliance Engine)の提供情報を用いている。

また、ここで確認対象とした債券は、銀行監督制度の下で破綻などが生じるもしくは生じそうになった場合に、銀行業務を維持するために総損失吸収バッファとして用いられる債券¹のみを対象としている。監督制度の中で損失吸収バッファとして用いられない債券²は、集計対象に含んでいない。

2. 米ドル建て銀行社債全体の取引傾向

以下に、2023 年 3 月以降の米ドル建て銀行社債の取引傾向について、図表 1 には取引件数を、図表 2 には取引金額を、それぞれ償還タイプ別に集計した。また、個別の銀行別取引高の傾向を図表 3、4 に示した。これらの図表は下記の傾向を示していた。

- 銀行社債全体の取引金額は、休場日(4/7)の前営業日であった 4/6 だけは取引件数・金額共に減少したが、同営業日を除けば 4 月に入ってから極端な取引の減少傾向は観測されていない。
- この背景には、取引の中心であるシニア債(ペイルイン可能な TLAC シニア債³)の取引量は安定して推移している点が挙げられる。
- 一方、3 月以降の銀行セクターの混乱や CSG による AT1 債の額面全額償却(ペイルイン)を受け、3/8~3/30 にかけて AT1 債(永久劣後債)の取引が件数・金額ともに増加した。しかし、4 月に入ってから、AT1 債の取引金額は大きく減少している。
- B3T2 債(期限付劣後債)の取引では、3 月の 2 週頃から月末にかけて、AT1 債に比べ相対的な制度面での安心感などもあり取引金額は大きく伸長した。しかし、4 月に入ると、取引件数があまり減少していない一方で、1 件当たりの取引金額が大きく減少、この結果 4 月以降の取引金額は急減した。

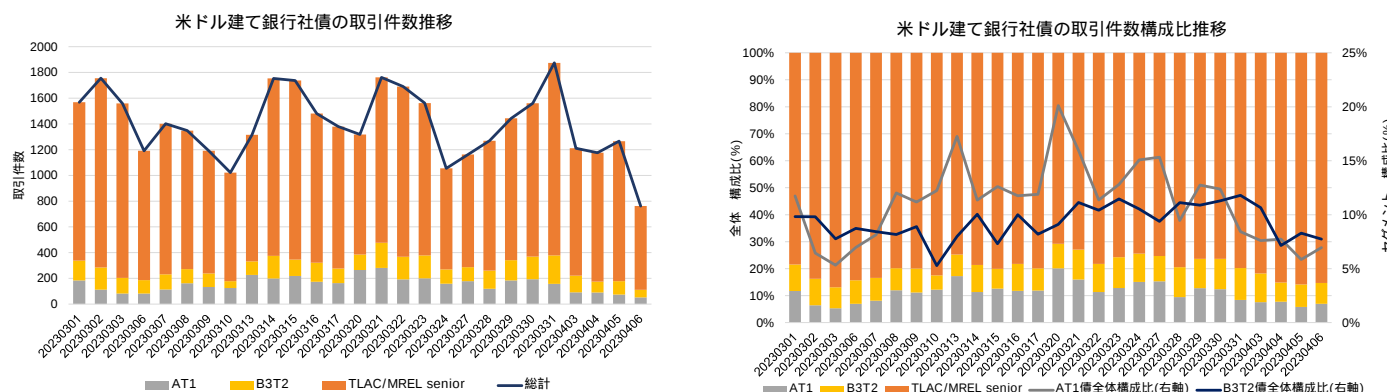
¹ AT1 債、B3T2 債などの劣後債、銀行持株会社シニア債、欧州銀行の非優先シニア債などの TLAC/MREL 債

² 銀行持株会社グループの傘下子銀行(Opco)発行のシニア債、欧州銀行(ユーロ圏)の優先シニア債(Preferred Senior bond)、カバード・ボンドなどの担保付債券など

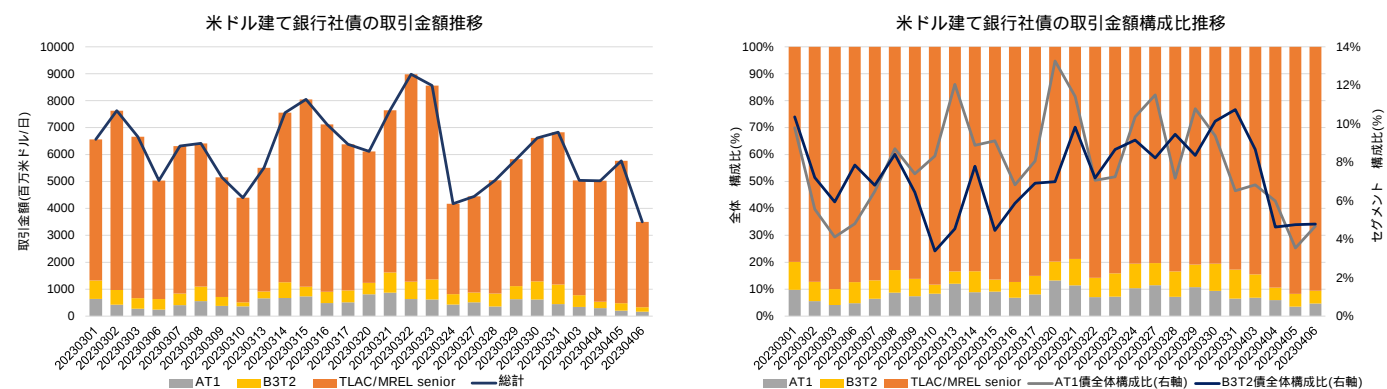
³ TLAC(総損失吸収能力)はバーゼル III 規制で規定された定義だが、ECB 傘下の銀行に対しては欧州域内の国内規制として同種の概念を MREL(自己資本・適格債務に関する最低要件)として規定しており、後段では TLAC/MREL 債として表記している。

- 3 月から 4 月にかけての米ドル建て銀行社債の取引金額は、基本的には米国の大手銀行(G-SIBs)の取引が中心であった。他地域の銀行では、HSBC ホールディングスの取引が安定して多かった。ペイルイン前後には CSG 債の取引も集中的に増加したが、その後の取引は急減した(図表 3、4)。

図表 1 米ドル建て銀行社債の取引件数/構成比推移(日次・全体)



図表 2 米ドル建て銀行社債の取引金額/構成比推移(日次・全体)

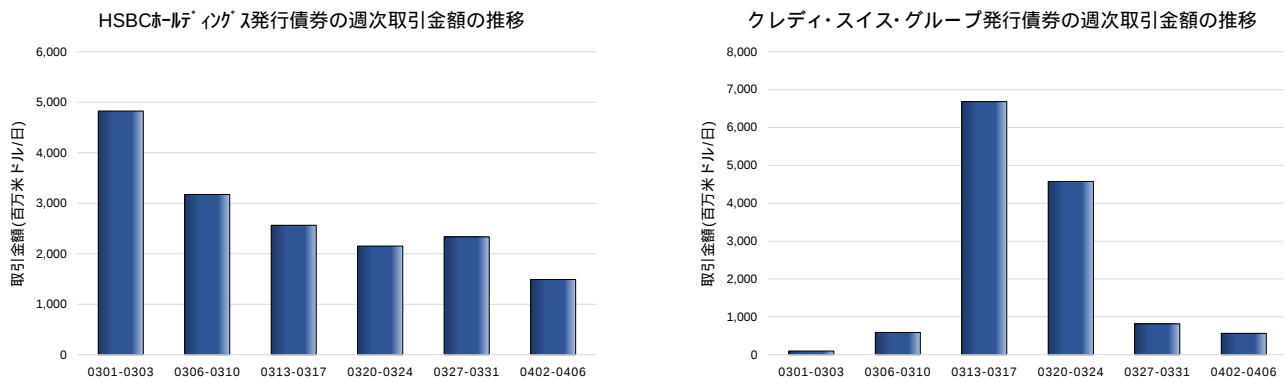


図表 3 米ドル建て銀行社債の取引金額ランキング推移(週次・全体)

順位	第1週 (0301-0303)	第2週 (0306-0310)	第3週 (0313-0317)	第4週 (0320-0324)	第5週 (0327-0331)	第6週 (0402-0406)
1	HSBCホールディングス	バンク・オブ・アメリカ	クレディ・スイス・グループ	クレディ・スイス・グループ	バンク・オブ・アメリカ	バンク・オブ・アメリカ
2	バンク・オブ・アメリカ	HSBCホールディングス	バンク・オブ・アメリカ	バンク・オブ・アメリカ	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.
3	シティグループ	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	HSBCホールディングス	HSBCホールディングス
4	JPMorgan Chase & Co.	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー
5	ゴールドマン・サックス・グループ	ゴールドマン・サックス・グループ	HSBCホールディングス	シティグループ	シティグループ	シティグループ
6	モルガン・スタンレー	シティグループ	シティグループ	HSBCホールディングス	ゴールドマン・サックス・グループ	シティグループ
7	ウェルズ・ファーゴ	ウェルズ・ファーゴ	ゴールドマン・サックス・グループ	ゴールドマン・サックス・グループ	ウェルズ・ファーゴ	ゴールドマン・サックス・グループ
8	バンク・オブ・バスクシア	トロント・ドミニオン銀行	ウェルズ・ファーゴ	ウェルズ・ファーゴ	ドイツ銀行	三菱UFJフィナンシャル・グループ
9	ドイツ銀行	サンタンデール・ホールディングスUSA	パークレイズ	ドイツ銀行	クレディ・スイス・グループ	UBSグループ
10	トロント・ドミニオン銀行	UBSグループ	トロント・ドミニオン銀行	UBSグループ	パークレイズ	トロント・ドミニオン銀行

出所: Bloomberg データより、5 バリュアセットで作成

図表 4 HSBC とクレディ・スイス G の取引金額推移 (週次・全体)



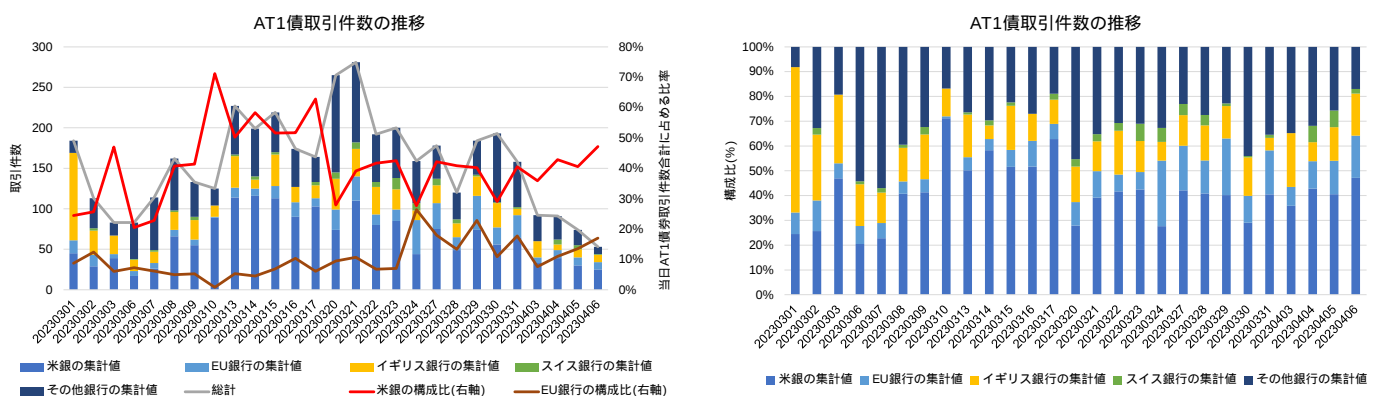
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

3. 銀行 AT1 債 (永久劣後債) の取引傾向

次に、銀行 AT1 債 (永久劣後債) の取引傾向を確認する。

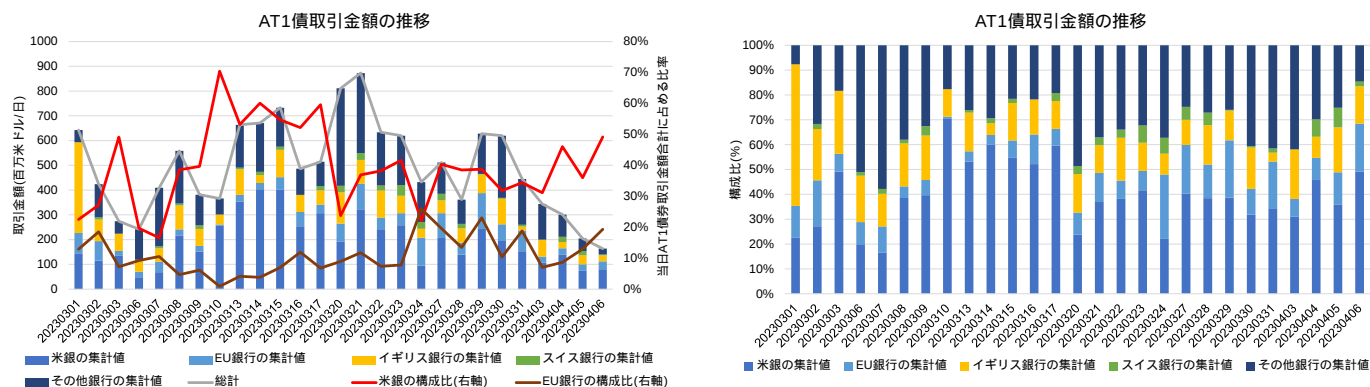
- 前述の通り、AT1債の取引件数・金額共に、2023 年 4 月に入ってから、急減している (図表 5、6)。
- 米銀の AT1 債が、全 AT1 債取引に占める件数・金額シェアは、おおむね 40～50% で安定的に推移していた (図表 5、6)。
- 他地域の銀行 AT1 債の取引については、3 月初頭には HSBC ホールディングス債の取引金額シェアが多かったが、CSG のバйлイン後はバークレイズの AT1 債の取引金額が多くなっており、債券市場からの警戒対象は同行に移っている状況が確認できる (図表 7、8)。

図表 5 米ドル建て銀行社債の取引件数/構成比推移 (日次・AT1 債)



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 6 米ドル建て銀行社債の取引金額/構成比推移(日次・AT1 債)

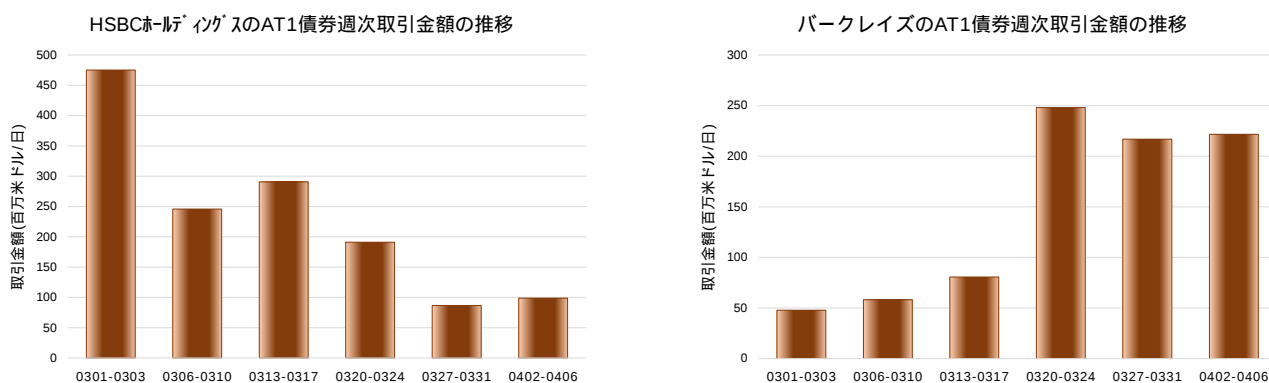


図表 7 米ドル建て銀行社債の取引金額ランキング推移(週次・AT1)

順位	第1週 (0301-0303)	第2週 (0306-0310)	第3週 (0313-0317)	第4週 (0320-0324)	第5週 (0327-0331)	第6週 (0402-0406)
1	HSBCホールディングス	HSBCホールディングス	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.
2	シティグループ	SVB Financial Group	SVB Financial Group	パークレイズ	パークレイズ	パークレイズ
3	BNPパリバ	ウェルズ・ファゴ	HSBCホールディングス	バンク・オブ・アメリカ	シティグループ	シティグループ
4	パークレイズ	バンク・オブ・アメリカ	シティグループ	シティグループ	ING銀行	バンク・オブ・アメリカ
5	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	バンク・オブ・アメリカ	HSBCホールディングス	SVB Financial Group	ING銀行
6	トロント・ドミニオン銀行	シティグループ	ウェルズ・ファゴ	SVB Financial Group	バンク・オブ・アメリカ	HSBCホールディングス
7	ウェルズ・ファゴ	トロント・ドミニオン銀行	トロント・ドミニオン銀行	UBSグループ	HSBCホールディングス	SVB Financial Group
8	バンク・オブ・ニューヨーク・メロン	パークレイズ	パークレイズ	ドイツ銀行	ドイツ銀行	サンタンデール銀行
9	ソシエテ・ジェネラル	ING銀行	BNPパリバ	バンク・オブ・ハルスピア	サンタンデール銀行	ソシエテ・ジェネラル
10	バンク・オブ・アメリカ	UBSグループ	UBSグループ	ING銀行	ソシエテ・ジェネラル	BNPパリバ

出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 8 HSBC とパークレイズの取引金額推移(週次・AT1)

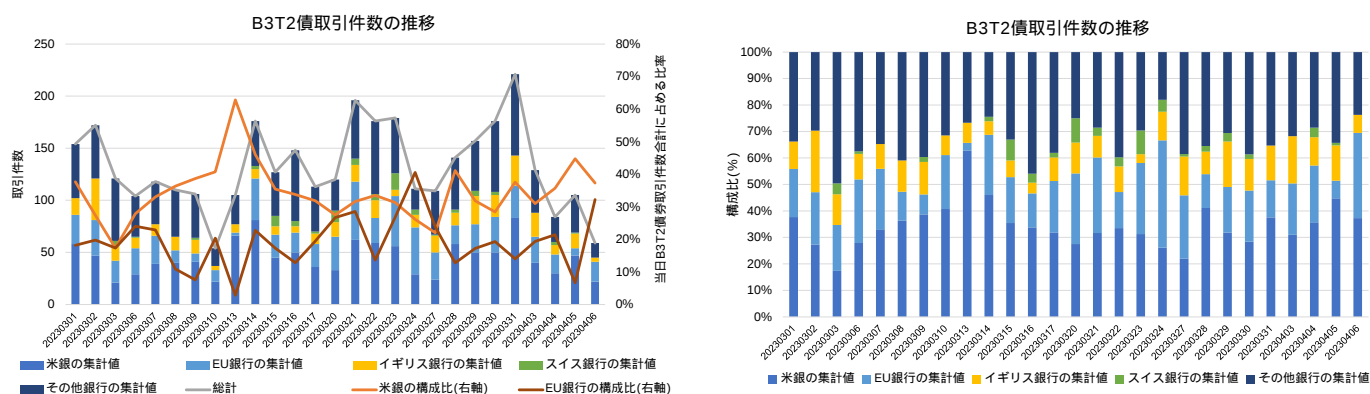


4. 銀行 B3T2 債(期限付劣後債; Tier 2 債)の取引傾向

次に、銀行 B3T2 債(期限付劣後債; Tier 2 債)の取引傾向を確認する。

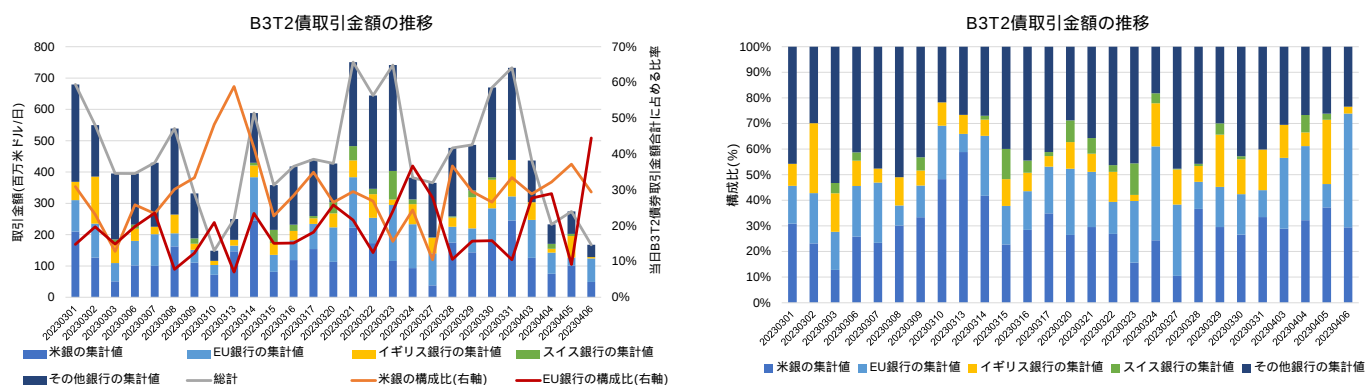
- 前述の通り、B3T2 債についても取引件数・金額共に、2023 年 4 月に入ってから急減している(図表 9、10)。
- 米銀の B3T2 債が、全 B3T2 債取引に占める件数・金額シェアは、3 月半ばには 30% 前後まで低下していたが、欧州など他地域銀行の B3T2 債の取引が減る中で、米銀の B3T2 債の取引規模は相対的に安定しており、結果として米銀債の取引シェアも上昇した(図表 9、10)。
- 米銀債の中でも、預金流出や大手銀行からの流動性支援など流動性に関する不安定要因が着目された米国国内銀行であるファーストリパブリック銀行債の取引が多かった。この他、ドイツ銀行の B3T2 債も盛んに取引されている(図表 11、12)。

図表 9 米ドル建て銀行社債の取引件数/構成比推移(日次・B3T2 債)



出所: Bloomberg データより、5 バリュースセットで作成

図表 10 米ドル建て銀行社債の取引金額/構成比推移(日次・B3T2 債)



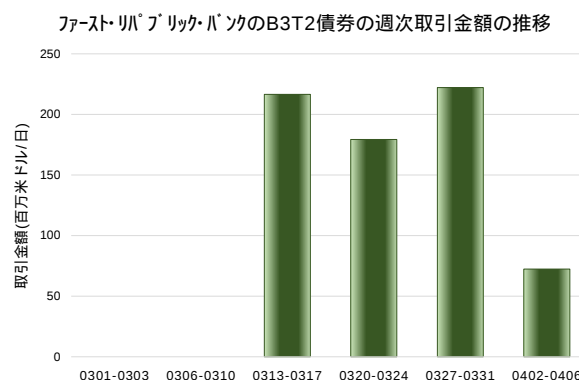
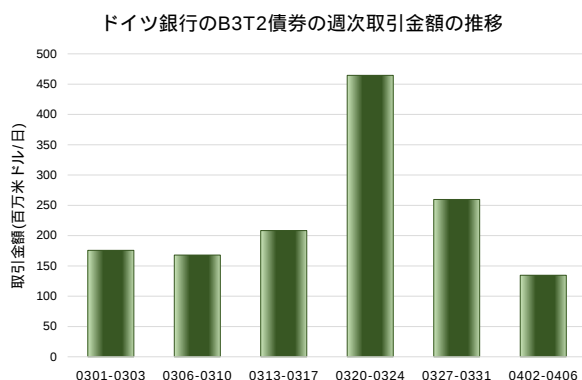
出所: Bloomberg データより、5 バリュースセットで作成

図表 11 米ドル建て銀行社債の取引金額ランキング推移(週次・B3T2)

順位	第1週(0301-0303)	第2週(0306-0310)	第3週(0313-0317)	第4週(0320-0324)	第5週(0327-0331)	第6週(0402-0406)
1	HSBCホールディングス	ドイツ銀行	ファースト・リパブリック・バンク	ドイツ銀行	HSBCホールディングス	BNPパリバ
2	ドイツ銀行	バンク・オブ・アメリカ	ドイツ銀行	ファースト・リパブリック・バンク	ドイツ銀行	ドイツ銀行
3	シティグループ	HSBCホールディングス	シティグループ	HSBCホールディングス	ファースト・リパブリック・バンク	HSBCホールディングス
4	JPELバンク・チェース・アンド・カンパニー	JPELバンク・チェース・アンド・カンパニー	HSBCホールディングス	ソシエ・ジ・エナール	シティグループ	シティグループ
5	バンク・オブ・アメリカ	ウェルズ・ファーゴ	JPELバンク・チェース・アンド・カンパニー	JPELバンク・チェース・アンド・カンパニー	ソシエ・ジ・エナール	ファースト・リパブリック・バンク
6	ソシエ・ジ・エナール	A N Z 銀行グループ	ソシエ・ジ・エナール	UBSグループ	バンク・オブ・アメリカ	バンク・オブ・アメリカ
7	ウェルズ・ファーゴ	ソシエ・ジ・エナール	バンク・オブ・アメリカ	三井住友フィナンシャルグループ	A N Z 銀行グループ	パークレイズ
8	バンク・オブ・ノースコシア	シティグループ	トラリスト・ファイナンシャル	バンク・オブ・アメリカ	パークレイズ	モルガン・スタンレー
9	サンタンデール銀行	トラリスト・ファイナンシャル	ウェルズ・ファーゴ	パークレイズ	ウェルズ・ファーゴ	クレディ・スイス・グループ
10	モルガン・スタンレー	ゴールドマン・サックス・グループ	クレディ・スイス・グループ	シティグループ	JPELバンク・チェース・アンド・カンパニー	トラリスト・ファイナンシャル

出所: Bloomberg データより、5バリュースセットで作成

図表 12 ドイツ銀行とファースト・リパブリック・バンクの取引金額推移(週次・B3T2)



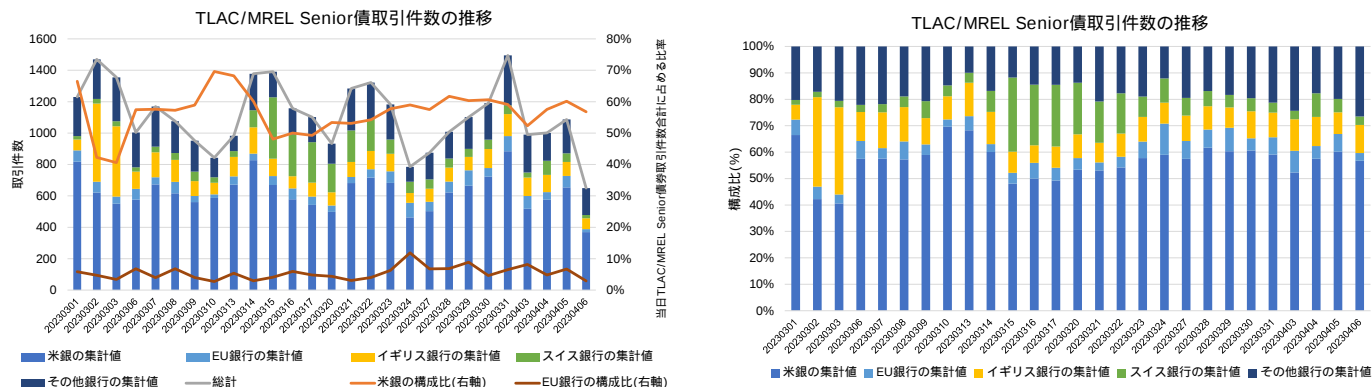
出所: Bloomberg データより、5バリュースセットで作成

5. 銀行 TLAC シニア債の取引傾向

ここでは、TLAC シニア債の取引傾向を確認する。

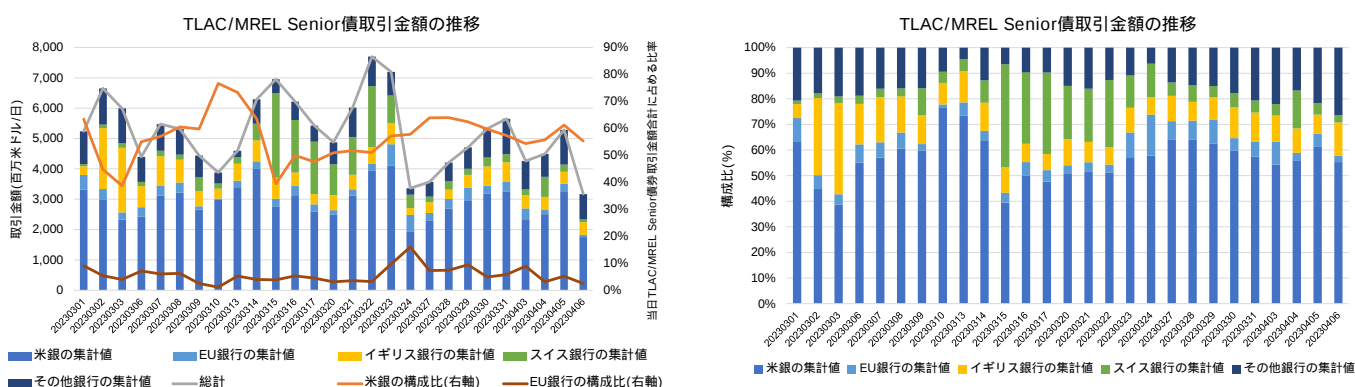
- TLAC シニア債の取引件数・金額については、休場前の 4 月 6 日を除けば、4 月に入ってから取引件数・金額共に、一定の取引規模を維持している(図表 13、14)。
- 米銀の TLAC シニア債は、同種の債券取引において 50 ~ 70%の件数・金額シェアを安定的に維持している。欧州銀行(ユーロ圏)の TLAC/MREL 債はユーロ建てでも多いためか、米ドル建て債における取引シェアは相対的に小さい(図表 15、16)。
- 他地域で取引が相対的に多かったのは HSBC ホールディングスと CSG であった。(図表 15、16)。ただし、CSG は救済合併と AT1 債のペイルインが行われた 3 月中旬だけに集中的に取引されていたが、4 月の取引シェアは急減している(図表 15、16)。

図表 13 米ドル建て銀行社債の取引件数/構成比推移(日次・TLAC/MREL)



出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 14 米ドル建て銀行社債の取引金額/構成比推移(日次・TLAC/MREL)



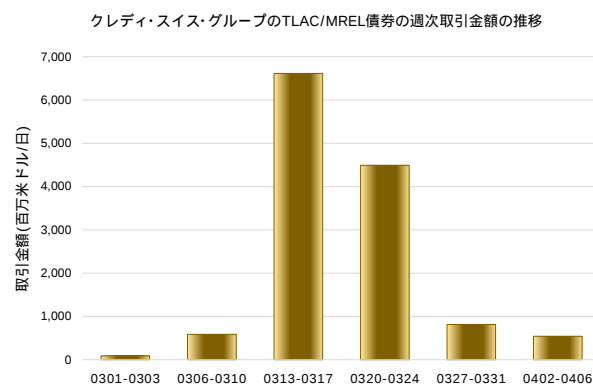
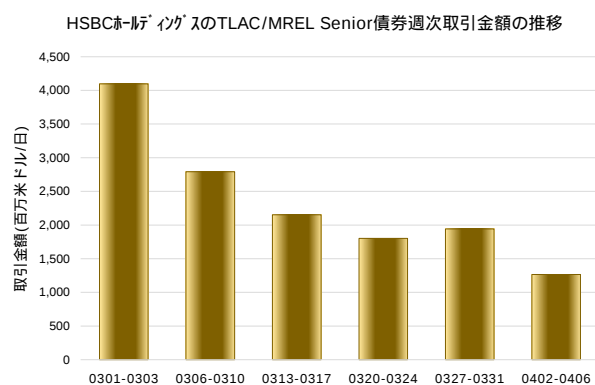
出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 15 米ドル建て銀行社債の取引金額ランキング推移(週次・TLAC/MREL)

順位	第1週 (0301-0303)	第2週 (0306-0310)	第3週 (0313-0317)	第4週 (0320-0324)	第5週 (0327-0331)	第6週 (0402-0406)
1	HSBCホールディングス	バンク・オブ・アメリカ	クレディ・スイス・グループ	クレディ・スイス・グループ	バンク・オブ・アメリカ	バンク・オブ・アメリカ
2	バンク・オブ・アメリカ	HSBCホールディングス	バンク・オブ・アメリカ	バンク・オブ・アメリカ	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.
3	シティグループ	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	JPMorgan Chase & Co.	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー
4	ゴールドマン・サックス・グループ	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー	モルガン・スタンレー	ゴールドマン・サックス・グループ	HSBCホールディングス
5	JPMorgan Chase & Co.	ゴールドマン・サックス・グループ	ゴールドマン・サックス・グループ	シティグループ	HSBCホールディングス	ウェルズ・ファゴ
6	モルガン・スタンレー	シティグループ	HSBCホールディングス	ゴールドマン・サックス・グループ	シティグループ	ゴールドマン・サックス・グループ
7	ウェルズ・ファゴ	ウェルズ・ファゴ	シティグループ	HSBCホールディングス	ウェルズ・ファゴ	シティグループ
8	バンク・オブ・ノースカロライナ	サンタンデール・ホールディングス USA	ウェルズ・ファゴ	ウェルズ・ファゴ	クレディ・スイス・グループ	三菱UFJフィナンシャル・グループ
9	ドイツ銀行	クレディ・スイス・グループ	パークレイズ	UBSグループ	トロント・ドミニオン銀行	UBSグループ
10	みずほフィナンシャルグループ	トロント・ドミニオン銀行	トロント・ドミニオン銀行	ドイツ銀行	三菱UFJフィナンシャル・グループ	トロント・ドミニオン銀行

出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

図表 16 HSBC とクレディ・スイス・グループの取引金額推移 (週次・TLAC/MREL)



出所: Bloomberg データより、5バリュースセットで作成

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 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。) 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) 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(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodyys.com/pages/default_ja.aspx))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。 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、いかなる保証も行いません。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。	■S&P グローバル・レーティングについて 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&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&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) 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&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(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&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&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&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あらず、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。	■フィッチ・レーティングスについて 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。) 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) 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(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 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。
--	---	---

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 バリューストック株式会社（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。資料内に出所を明記した時価が掲載されている場合であっても、その価格で取引可能であったこと/あることを保証するものではありません。

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ご注意ください。

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 バリュースセット株式会社 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