

ECB による金融正常化 (引き締め) 政策に関する声明と 今後の欧州債券相場の考え方

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

ジュニア・マーケット・
ストラテジスト

ロペス ペニエル

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的

p.1

本レポートでは、9/14 の ECB 声明とラガルド総裁の記者会見内容などを元に、今後のユーロ圏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. ECB の声明 (2023/9/14)

p.1

政策金利については、i) +25bps の利上げを実施、ii) 利上げの打ち止めと現水準を長期維持する方針を明言。証券保有残高については、APP 保有分を月あたり約 150 億ユーロの減額、iii) PEPP 保有分は、2024 年まで再投資による残高維持方針と、変更なし。

3. ラガルド総裁の記者会見内容(9/14)

p.2

ラガルド総裁は、量的緩和の正常化は急がず、あくまで政策金利をインフレ抑制ツールとして用いる方針。インフレは長期的に高止まりする公算が大きいと見解。さらなる上振れの可能性にも言及。利上げ終了は景気懸念への配慮を含む。中国影響で欧州にはさらなる下方リスクが存在。

4. ECB 声明の背景にあるマクロ状況

p.5

生産者物価については、一時的には年率 40%以上に転じた後の前年比上昇率が低下 (-7.6%) しており、基本的に高止まりした状況。消費者物価については前年比で見ても +6.9%とまだ顕著な低下傾向は観測されていない。

5. 弊社による相場想定と債券投資戦略の考え方

p.6

ここでは、欧州金利に対する市場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。

- 弊社では、2023 年は利上げが継続、2024 年中も速やかに大幅な利下げが行われることはない想定。短期債中心の投資が有効と想定。
- 市場コンセンサスは、2023 年中にも反転利下げが開始、2024 年以降には利下げが継続されることを想定 (ECB の声明とは不一致)。

5 バリュースセット ストラテジー・レポート

ECB による金融正常化 (引き締め) 政策に関する声明と今後の欧州債券相場の考え方

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

2023 年 9 月 14 日に、
ECB が金融政策に関
する声明を公表

2023 年 9 月 14 日に、欧州中央銀行 (以下、ECB) から、金融政策に関わる重要な声明がリリースされた。本レポートでは、これら ECB 声明とラガルド総裁の記者会見内容などを元に、今後のユーロ圏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. ECB の声明文 (2023/9/14)

以下では、ECB の政策理事会が 9 月 14 日に公表した金融政策の決定に関する声明¹の内容から ECB の当面の金融政策に関する方向性を確認する (図表 1)。なお、これまでの金融政策の推移を図表 2 にグラフで示した。

政策金利について
は、
i) +25bps の利上げを
実施、
ii) 利上げの打ち止め
と現水準を長期維
持する方針を明言

(1) 政策金利の決定に関する内容

- インフレは低下し続けているものの依然として高すぎる状態が継続しやすい。理事会はインフレ率が適時に 2% の中期目標に確実に戻すことを決意している。これに伴い、ECB の主要 3 金利を +25bps 引き上げることを決定。
- この方針に従い、2023/9/20 より、ECB の主要 3 金利はそれぞれ以下の様に引き上げられる。(借換えオペ金利 4.25%→4.50%、限界貸付ファシリティ金利 4.50%→4.75%、預金ファシリティ金利 3.75%→4.00%)。
- 現在の評価に基づいて、理事会は ECB の主要金利が十分に長期間維持されればインフレ率が適時に目標に戻るのに大きく貢献する水準に達していると考えている。理事会の将来の決定では、主要な ECB 金利が必要な限り十分に制限的な水準に設定されることを保証 (ensure) する。

(2) 物価見通しに関する内容

- ECB スタッフによる予想では、主にエネルギー価格の上昇トレンドを反映し、インフレ率 (ユーロ圏消費者物価指数; HICP) の予想値を 2023 年は 5.6%、2024 年は 3.2% に上方修正し、2025 年は 2.1% に下方修正した。ただし、エネルギーと食品を除いたコアインフレ予想は 2023 年が 5.1%、2024 年が 2.9%、2025 年が 2.2% と、それぞれ若干下方修正した。

2023 年の総合物価
見通しは 7 月の 5.1%
から +5.6% への大幅な
上方修正

コア物価 (除くエネル
ギー・食品) 見通しは
わずかに下方修正。

¹ “[Monetary policy decisions](#)”, 2023/9/14, European Central Bank

- ほとんどの指標が緩和し始めているにもかかわらず、基調的な物価圧力は依然として高い。しかし、さらなる金融環境の逼迫と需要の抑制が、インフレを目標に戻す重要な要素となっている。この内需引き締めと国際貿易環境の弱体化による影響の増大を受けて、経済成長予測を大幅に引き下げ、ユーロ圏の経済成長率を 2023 年 (+0.7%)、2024 年 (+1.0%)、2025 年 (1.5%) とした。

(3) 資産保有額の減少に関する内容

[資産購入プログラム (APP) による購入分について]

- 資産購入プログラム (APP) については、2023 年 7 月をもってユーロシステムが満期証券の元本返済分の再投資を終了したため、APP の証券ポートフォリオは予測可能なペースで削減している。

[パンデミック対応プログラム (PEPP) による購入分について]

- PEPP に基づいて購入後保有が継続されている証券に関して、政策理事会は、少なくとも 2024 年末まで、同プログラムの下で購入された満期証券からの元本償還額の全額を再投資する予定 (残高は維持)。

証券保有残高については、方針変更なし

i) APP 保有分は、7 月以降に月あたり約 150 億ユーロの減額

ii) PEPP 保有分は、2024 年まで再投資による残高維持方針

3. ECB 及びラガルド総裁会見からうかがえるメッセージ

上記に示したポイントの中で最も重要な表現は、下線を引いた部分、すなわち現在の政策金利水準は、継続すればインフレ目標の達成に十分な水準に達しており、今後の政策決定においても必要な限り抑制的な水準に留める、という事実上の「利上げの終了宣言」を行った点だと思われる。量的緩和の正常化については、APP、PEPP 共に従来からの方針に変化はなく、ラガルド総裁も今の局面では政策金利がより重要な政策ツールであるとの認識を示している。

複数のメディア²によると、同日に ECB のラガルド総裁が行ったインタビューでは、下記のポイントが言及されていた。

- 声明文の十分に制約的な“水準”とその“期間”については、両方の要素が重要であるものの焦点は“期間”にややシフトすることは明らか。ただし、“水準”についても今がピークに達していると言うことはできない。
- 物価のインフレに、特に一般的に労働集約性が高いサービス部門の賃金インフレが深刻な影響を与えている。景気減速にもかかわらず、労働市場はこれまでのところ底堅さを維持している。
- 欧州は5四半期ほど、成長が極めて低調になる期間に入っている。経済成長に対するリスクは下向きに傾いている。さらに、中国経済の一段の減速などによる世界経済の弱体化が生ずれば、成長はさらに鈍化する可能性も。

ラガルド総裁は、量的緩和の正常化は急がず、あくまで政策金利をインフレ抑制ツールとして用いる方針

インフレは長期的に高止まりする公算が大きいと見解。さらなる上振れの可能性にも言及

利上げ終了は景気懸念への配慮を含む。中国影響で欧州にはさらなる下方リスクが存在

² “ECB理事会後のラガルド総裁発言要旨”、2023/9/14、ロイター他

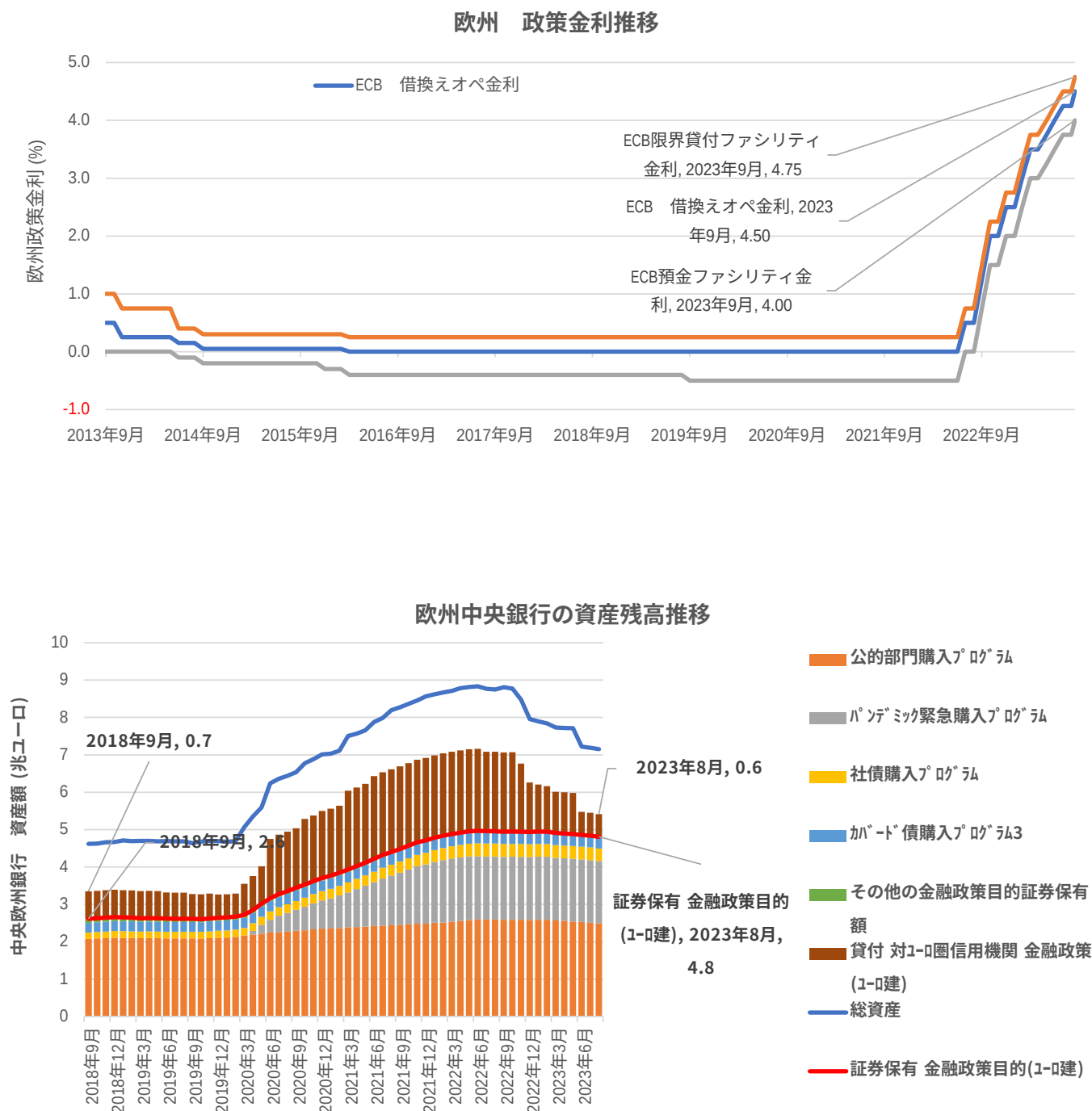
図表 1 ECB 声明の前回(2023/7 から今回(2023/9)における変化

	2023/7/26 ECB声明	2023/9/14 ECB声明
出所	https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230727~da80cfcf24.en.html	https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230914~aab39f8c21.en.html
欧州経済の現状認識	前回会合以降の展開は、 インフレ率が年内にさらに低下するものの、長期間にわたって目標を上回る水準にとどまるとの予想 を裏付けている。一部の指標には緩和の兆しが見られるものの、基調的なインフレは全体的に依然として高水準にある。 過去の利上げは依然として強力に伝わっており、資金調達条件が再び逼迫し、需要がますます抑制されており、これがインフレを目標に戻す重要な要素となっている	インフレ率が年内にさらに低下するものの、長期間にわたって目標を上回る水準にとどまるとの予想 を裏付けている。一部の指標には緩和の兆しが見られるものの、基調的なインフレは全体的に依然として高水準にある。 過去の利上げは依然として強力に伝わっており、資金調達条件が再び逼迫し、需要がますます抑制されており、これがインフレを目標に戻す重要な要素となっている。今年前半の経済活動はおおむね停滞しており、最近の指標では第3四半期も低迷、ECBスタッフの経済成長予測も2024年予想を大幅に引き下げ。
政策金利に関する決定	インフレーションは低下し続けているが、依然として高すぎる状態が長期間続くと予想されます。政策委員会はインフレ率を中期目標である2%に適切な時期に確実に戻すことを決意している。そのため本日、ECBの主要3金利を25ベースポイント引き上げることが決定した。(借換えオペ金利4.25%、限界貸付ファシリティ金利4.25%、預金ファシリティ金利3.75%)。	インフレーションは低下し続けているが、依然として高すぎる状態が長期間続くと予想されます。政策委員会はインフレ率を中期目標である2%に適切な時期に確実に戻すことを決意している。そのため本日、ECBの主要3金利を25ベースポイント引き上げることが決定した。(借換えオペ金利4.50%、限界貸付ファシリティ金利4.75%、預金ファシリティ金利4.00%)。 現在の評価に基づいて、理事会はECBの主要金利が十分に長期間維持されればインフレ率が適時に目標に戻るのに大きく貢献する水準に達していると考えている。理事会の将来の決定では、主要なECB金利が必要な限り十分に制限的な水準に設定されることを保証 (ensure) する。
資産購入プログラム (APP)	ユーロシステムが満期になる証券の元本返済を一切再投資しなくなったため、 APP ポートフォリオは計画的かつ予測可能なペースで減少 している。	ユーロシステムが満期になる証券の元本返済を一切再投資しなくなったため、 APP ポートフォリオは計画的かつ予測可能なペースで減少 している。
パンデミック対応プログラム (PEPP)	PEPPに関しては、政策委員会は、少なくとも2024年末まで、同プログラムの下で購入された満期を迎える証券の元本支払いを再投資する意向である(残高は維持)。いずれにせよ、PEPP ポートフォリオの将来の縮小は、適切な金融政策スタンスに支障をきたさないよう管理される。	PEPPに関しては、政策委員会は、少なくとも2024年末まで、同プログラムの下で購入された満期を迎える証券の元本支払いを再投資する意向である(残高は維持)。

(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。表中の赤字は 2 時点間の変更内容を表す。

出所: [ECB 声明文](#)より、5バリューアセットで作成

図表 2 ECB の金融政策の推移 (政策金利の推移、及び証券保有等資産残高の推移)

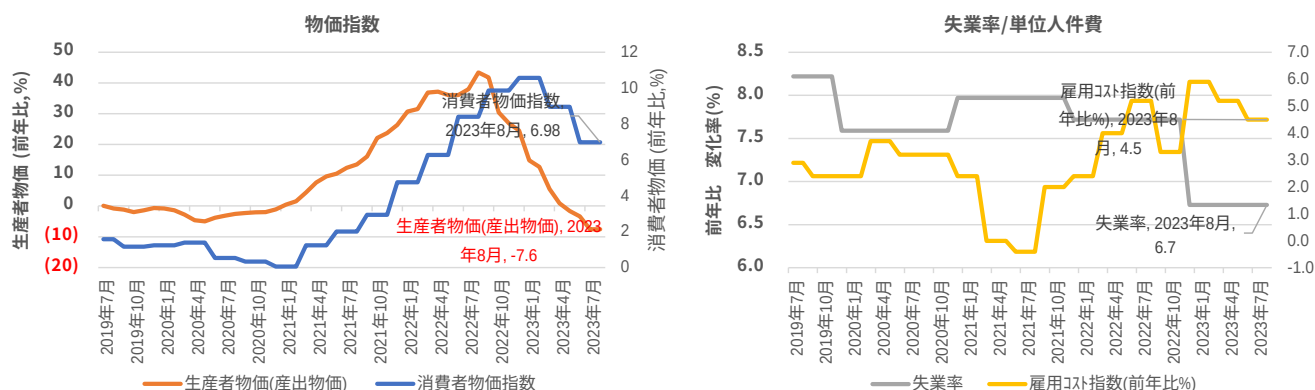


出所: Bloomberg データより、5バリュアセットで作成

4. ECB 声明の背景にあるマクロ状況

ここでは、ECB 声明文を受け、今後の欧州金融政策の動向と欧州（ユーロ建て）債券相場に関する弊社の考え方を示す。以下の図表3には、欧州（ユーロ圏）における物価指標、労働指標の推移を示した。

図表 3 欧州（ユーロ圏）における物価指標、労働指標の推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリューアセットで作成

生産者物価については、一時的には年率40%以上に転じた後の前年比上昇率が低下(-7.6%)しており、基本的に高止まりした状況

消費者物価については前年比で見ても+6.9%とまだ顕著な低下傾向は観測されていない

生産者物価の前年比数値については、一時的に年率40%以上に転じた後の前年比での低下(8月で-7.6%)となっており、絶対水準については基本的に高止まりした状況にある。一方で、雇用はタイトな状況にあり、失業率が低下する中、雇用コスト(人件費)は高い上昇率(8月で+4.5%)を示しているものの、消費者物価上昇率を下回っている(ここまで図表3)。これらの状況は、欧州物価に対しさらなる上昇圧力がかかりやすいことを示している。さらに消費者物価については前年比で見ても約+6.9%と、前述の通り充分な低下傾向は観測されていない。

このようにインフレ傾向が継続する中では、景気の悪化懸念を受け、速やかに政策金利の低下を行うような単純な金融政策は実施されにくい、と認識しておく必要がある。

5. 弊社による相場想定と債券投資戦略の考え方

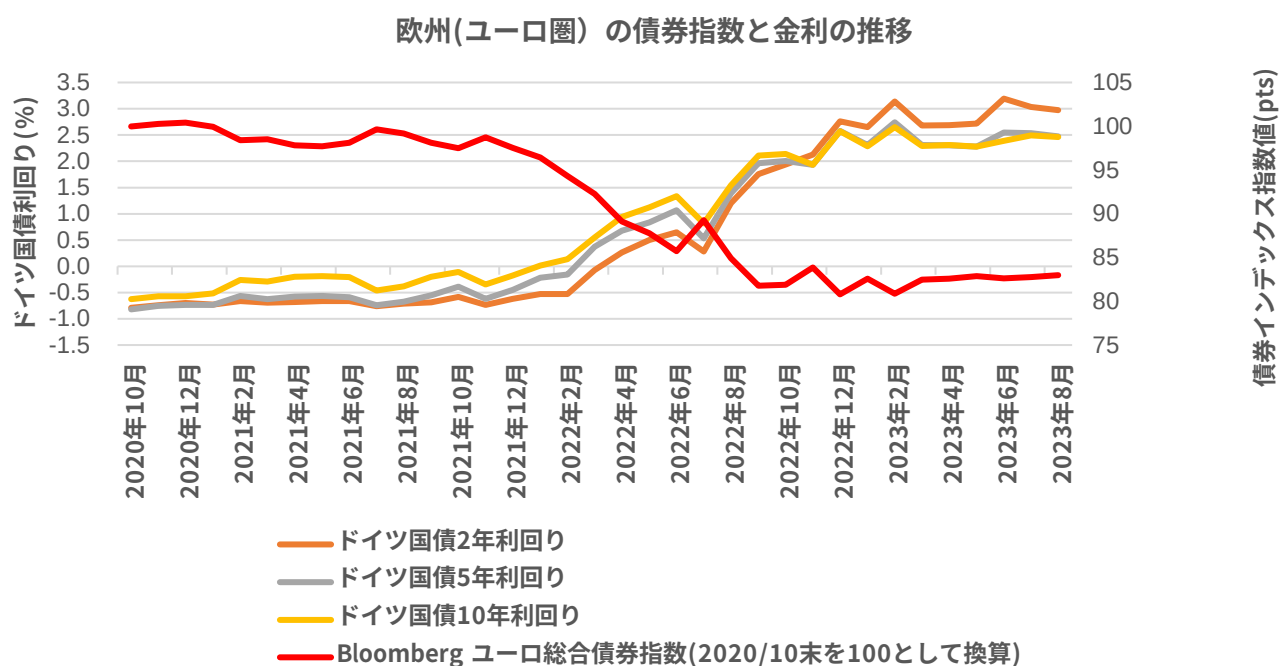
ここでは、弊社による今後の欧州金融政策の動向と欧州（ユーロ建て）債券相場に関する考え方を示す。

(1) 政策金利と債券相場の想定

欧州債券相場は、2022 年は大きく落ち込んだが、短期金利が上昇の一方、長期ゾーンでは 2023 年初からは方向感のない市場傾向を継続

2022 年の金利上昇により大きく落ち込んでいた欧州債券相場は、2023 年に入り短期金利が上昇の一方、市中の長期金利(10 年金利など)は細かい調整はあるものの、ほぼ同じ程度の水準を維持しながら推移してきた。政策金利の引き上げと中央銀行が供給する資金量（ベースマネー）の圧縮方針が示されているにも関わらず、10 年金利などではインフレ対策終了の後の金融政策転換を織り込み、現在までに示されている金融政策とは異なり、わずかに切りあがったものの基本的には方向感のない市場傾向を継続している（図表 4）。

図表 4 ユーロ圏の債券累積パフォーマンスとドイツ国債金利の推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

こうした相場形成の前提となっているのは、一旦インフレが抑制されれば景気のソフトランディングを織り込みつつある米国とは異なり、欧州の景気の足腰が脆弱である点にある。特にアメリカに比べ相対的に中国景気などの下方リスクの影響を受けやすい欧州では、ECB が金融政策を緩和方向に転換し利下げに転ずるといった期待感を捨てきれない。

ECB が高い水準でのインフレ継続懸念に言及しつつも、APP ポートフォリオの削減だけを維持し PEPP ポートフォリオの削減には踏み切れない点も、中途半端なインフレ抑制策に留まらざるを得ない ECB の困難な政策判断状況を反映していると弊社では考えている。

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

弊社では、2023 年は利上げが継続、2024 年中も速やかに大幅な利下げが行われることはない想定

さらに、インフレへの対応によりグローバルに生じている生産者物価指数の低下は、企業の利益率を押し上げ、さらなる賃上げを行いやすい環境を生じさせている。こうした点からも、利上げ方針が早期に転換すると判断することは必ずしも適切ではない、と弊社では考える。

以下の図表 5 には、Bloomberg 社が集計した市場コンセンサス予想と、5 バリュースセットにおける市場予想の差異を示した比較した。弊社では、2023 年は利上げが継続しやすく、2024 年中も速やかに大幅な利下げが行われることはない想定している。ただし、短期金利の高止まりが 2 年程度継続すると仮定しても、長期金利が上昇して力強い順イールドカーブを形成するような市場コンセンサスは形成されにくい状況にある。このため、ユーロ建て債については短期債中心の投資が引き続き有効に寄与しやすいだろう。

図表 5 欧州 (ユーロ圏) 金利指標に関する Bloomberg コンセンサス予想(2023/9/26 時点)と弊社想定の違い

		前四半期末		直近					
		欧州金利	2023/6	2023/09/26	2023/12	2024/6	2024/12	2025/6	2025/12
Bloomberg コンセンサス	欧中央銀行レート(%)		4.00	4.50	4.38	4.25	3.63	3.25	-
	欧3ヵ月レート(%)		3.58	3.98	3.88	3.70	3.20	2.65	-
	欧2年国債(%)		3.19	3.22	2.80	2.50	2.20	2.10	-
	欧10年国債(%)		2.39	2.81	2.45	2.30	2.25	2.25	-
5VA 想定	欧中央銀行レート(%)		4.00	4.50	4.50	4.25	4.25	4.05	3.85
	欧3ヵ月レート(%)		3.58	3.98	4.05	3.82	3.82	3.64	3.46
	欧2年国債(%)		3.19	3.22	3.62	3.48	3.36	3.23	3.12
	欧5年国債(%)		2.55	2.76	2.77	2.99	2.93	2.86	2.75
	欧10年国債(%)		2.39	2.81	2.56	2.73	2.70	2.67	2.66

(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 バリュースセットの想定値を、それぞれ示している
出所: Bloomberg のデータをもとに、5 バリュースセットで作成

市場コンセンサスは、2023 年中にも反転利下げが開始、2024 年以降には利下げが継続されることを想定

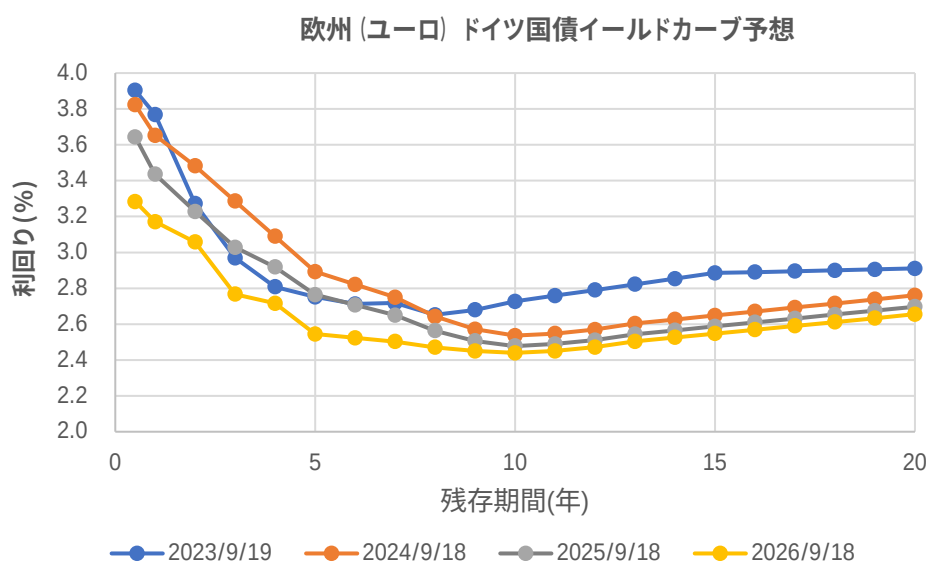
弊社想定の下では、長期債を含む債券インデックスファンドのパフォーマンスは再度の低下に警戒が必要

一方、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 年中にも利下げが生じ、2024 年以降にはさらに利下げが進行し、10 年金利の水準はおおよそ 6-7 月をピークとして反転下落することが想定されている。こうした見方は、今回の ECB のリリースやラガルド総裁による記者会見での言及内容とは異なる見方だと弊社では考える。

現在の欧州債券相場で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。また、金利の下落がいずれかのタイミングで生じるとの期待感が高まれば、実際の金融政策に反映されなくても長期の金利が再度低下する可能性もある。このため、ユーロ建て債券投資においては、金利の方向感にかけた長期債投資は、リスク対比リターン観点で望ましい戦略とは言えないと考えている。むしろ、長期債を多く含むユーロ圏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一定の警戒が必要だと考えている。

以上

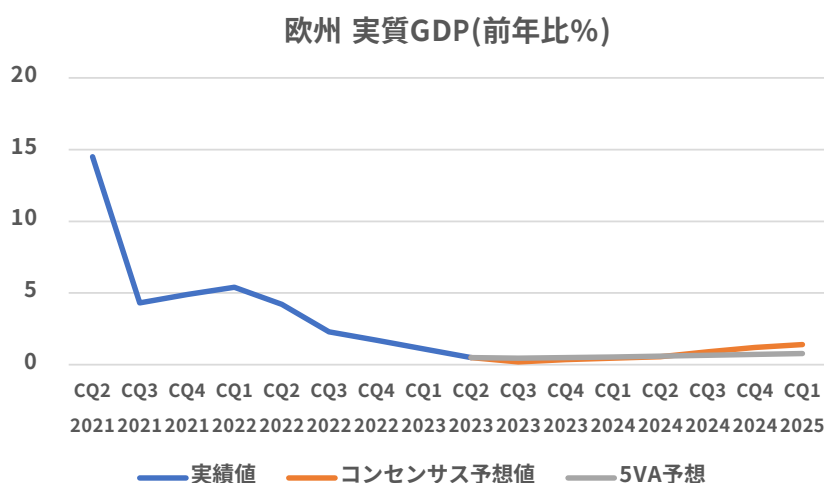
図表 6 弊社想定ドイツ国債イールドカーブの推移



(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

図表 7 ユーロ圏の GDP 推移と予想



(注). 将来の GDP については、市場コンセンサスと 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

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、①誠実義務、②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、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④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.moodys.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。	■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。ある情報が偽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 近畿財務局長(金仲)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。