

## ラオスODA現地視察報告/2019年度上半期決算

リサーチアナリスト

クレジット・ストラテジー

林 秀昭 - NSC

hideaki.hayashi.bz@nomura.com

+81 3 6703 3097

先月、国際協力機構(以下、JICA)主催のラオスODA現地視察に参加した。JICAのラオスに対する円借款は、過去からの累積で464億円とそれほど大きくないものの、経常赤字、財政赤字が続くラオスの状況に配慮し、無償資金協力や技術協力を絡めながら、ラオス向けの経済協力を継続している。我が国が経済協力をした結果としてラオスの財政状況の悪化に繋がったりしては、本末転倒と思われ、その点への留意が必要であろう。将来のラオスの財政収支や経常収支の改善につながる絵姿も描きながら、ラオスの自立を促すという難しい舵取りが必要とされていると感じた。

注:1)NCR=Nomura Credit Research。

2)レポート内の信用格付けは前営業日時点で、Mdy/S&P/R&I/JCRの順。出所はBloomberg。

3)格付符号の前に「※」が付されたものは無登録格付。

Production Complete: 2020-02-18 04:26 UTC

# 国際協力機構：ラオスODA現地視察報告 /2019年度上半期決算

## クレジット・ストラテジー

林 秀昭 - NSC

hideaki.hayashi.bz@nomura.com

+81 3 6703 3097

先月、国際協力機構（以下、JICA）主催のラオスODA現地視察ミッションに参加した。当ミッションは機関投資家や証券会社（引受担当者、アナリスト）などを対象とした企画で、JICAによる円借款や技術協力等の支援先などを訪問し、JICAの国際協力活動について理解を深めることを目的とする。また、1月28日に、2019年度上半期決算説明会が開催された。本稿では、中間決算のポイント等について述べる。

## ラオス：経済規模は小さいが安定した経済成長を継続も、双子の赤字が継続

ラオスは、正式名称をラオス人民民主共和国といい、総面積23.7万km<sup>2</sup>と日本の本州とほぼ同じ、人口は706万人(IMF;2018年)と、埼玉県(731万人、総務省;2017年)と同規模となっている。北に中国、東にベトナム、西をタイ、ミャンマー、南をカンボジアに囲まれた、インドシナ半島唯一の内陸国である。経済の豊かさを示す指標の一つである1人当たりGNI(下段図表左)を見ると、所得階層としてラオスはLDCに分類されるものの、2018年には約2,566ドルと低・中所得国並みの水準となっており、ミャンマー、カンボジアより高く、フィリピンやベトナムと同水準である。ただ、人口は周辺国よりも少ないことから、名目GDPは、東南アジア諸国を比較した中では最低水準となっている。経済規模は小さいものの、実質GDP成長率(下段図表右)としては、2000年代初頭より、東南アジアのその他各国の経済成長が景気の良し悪しによって大きくぶれる中、安定的に6%程度の成長を維持している。

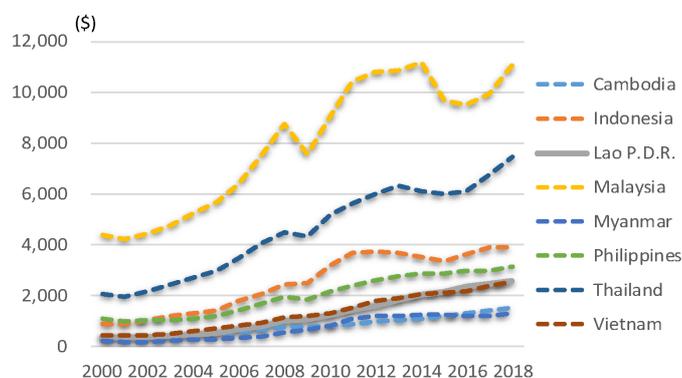
図表 1: ラオスの経済・財政等指標：東南アジア諸国との比較

	地域	所得階層	一人当たりGNI(\$)	名目GDP(Bil\$)	人口(百万人)	実質GDP成長率(%)	財政収支/GDP(%)	政府債務残高/GDP(%)	経常収支/GDP(%)
ミャンマー	東南アジア	LDC	1,300	68.7	52.83	6.8	-2.6	38.2	-4.2
カンボジア	東南アジア	LDC	1,504	24.4	16.25	7.5	-0.8	28.6	-11.3
ベトナム	東南アジア	低・中所得国	2,551	241.3	94.58	7.1	-4.4	55.6	2.4
ラオス	東南アジア	LDC	2,566	18.1	7.06	6.3	-4.4	57.2	-12.0
フィリピン	東南アジア	低・中所得国	3,104	330.9	106.60	6.2	-1.6	38.9	-2.6
インドネシア	東南アジア	低・中所得国	3,871	1022.5	264.16	5.2	-1.8	30.1	-3.0
タイ	東南アジア	中進国以上	7,448	504.9	67.79	4.1	-0.3	42.1	6.4
マレーシア	東南アジア	中進国以上	11,072	358.6	32.39	4.7	-3.6	55.6	2.1

注：データは全て2018年。所得階層はJICAの「2019年度 円借款主要国所得階層別分類」に拠る。LDC: Least Developed Countries。

出所：世界銀行資料より野村證券作成

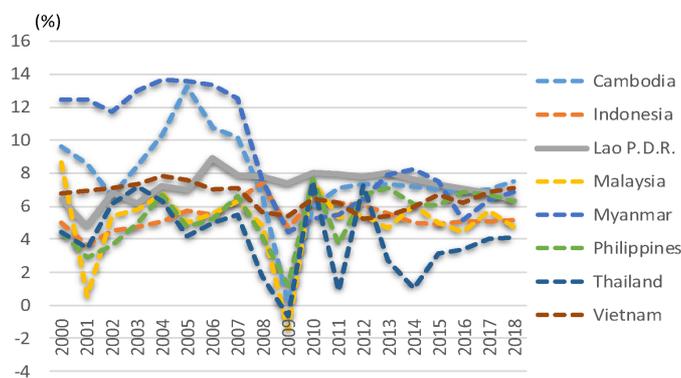
図表 2: 1人当たりGNI(東南アジア8カ国)



注：ラオスはLao P.D.R.

出所：世界銀行資料より野村證券作成

図表 3: 実質GDP成長率(東南アジア8カ国)



注：ラオスはLao P.D.R.

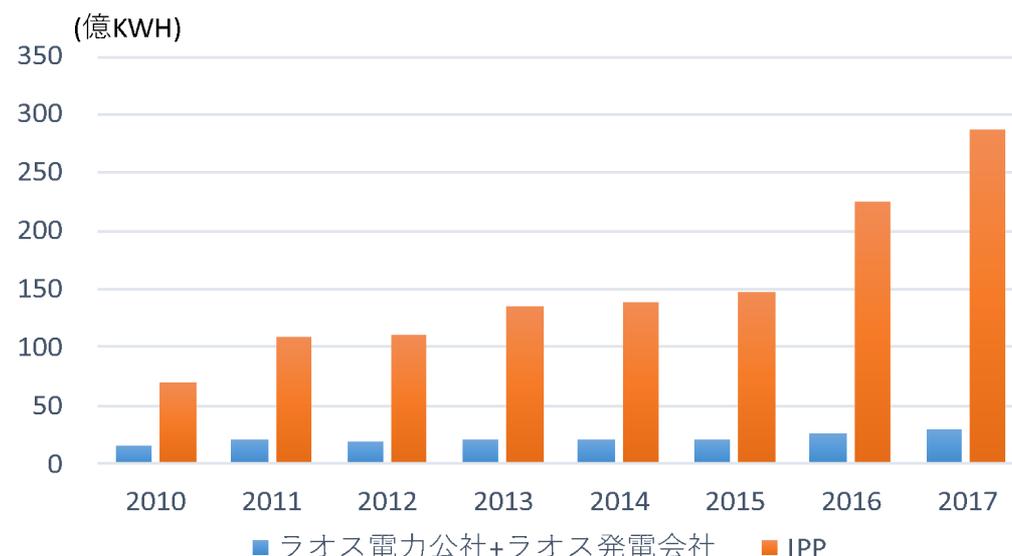
出所：世界銀行資料より野村證券作成

ラオスの現在の成長の牽引役としては、電力輸出が挙げられる。今回の視察先にも

ラオス電力公社の運営する巨大なダムがあったが、ラオスを北から南に流れるメコン川の豊富な水資源を背景に、水力発電所を作ることで、国内で必要な電力を賅うのみならず、電力を海外に輸出している。輸出向けの電力については、民間のIPP (Independent Power Producer) が主体となっており、下図表左の通り急速に成長している。GDP成長に占める電力事業の割合も大きくなっており、輸出先としては、近隣のタイやベトナムとなっている。電力輸出がけん引役となる前は、金属資源(主として金や銅)の採掘・輸出が、ラオスの成長のけん引役であった。最近では、金属資源輸出に代わり、電力輸出がけん引役となっている。

一方で、ラオスの成長を阻んでいる要素としては、地理的に、内陸国であることから、海へのアクセスが悪く、必然的に、輸送コストが高くなる点が挙げられる。海までトレーラー等で輸送した後に、そこから海上運送をすることとなる。そのため、周辺国よりも輸送コストが高く、製造業の伸び悩みに繋がっている。もう一つの難点として、人口密度が低いことが挙げられる。下図表右のとおり、各地域に人口が分散していることから、海外企業が大規模な工場を立地させようとしても、労働力が集まらず、労働集約的な産業は成立しにくい状況となっている。また、豊富な水資源と表裏一体だが、2018年、2019年には集中豪雨で建設中のダムの決壊などで、洪水が多発した。これにより、農業部門の成長率の下振れなども生じている。

図表 4: ラオス国内の発電量



出所: ラオス統計局資料より野村證券作成

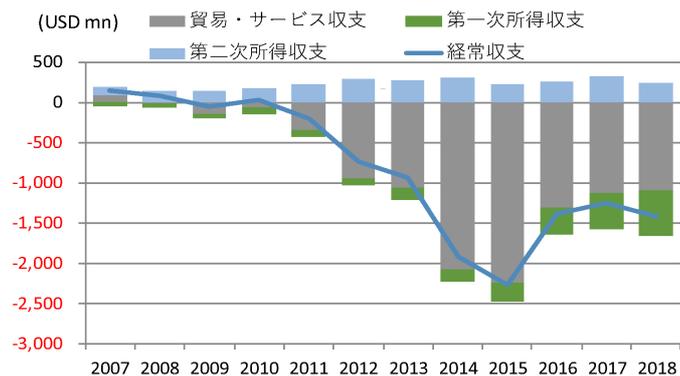
以上により、経済成長は達成しているものの、一方で、経常収支赤字が常態化している。貿易・サービス収支は11年連続で赤字となっている(次頁上段図表左)。水力発電ダムなどのインフラ施設の建設に大型の機械や資材が必要だったこともあり、輸入が拡大し、赤字が恒常化した。その結果、対外債務は増加傾向、対外債務/GDPも2011年を境に上昇に転じ、現在は60%近い水準となっている(次頁上段図表右)。外貨準備高も10億ドル前後と輸入額1.5か月分程度と低水準となっている。他の東南アジア各国のように、部品を輸入して、加工し輸出するという手法が、内陸国ということで取りにくいいため、経常収支赤字改善に向けた抜本策が描きにくい状況となっている。今後の更なる継続的な成長に向けては、将来的に、電力輸出を柱とする経済成長の軌道に乗れるかが注目される状況となっている。

図表 5: ラオスの人口分布

地域	人口 (千人)
北部	2,323
中部	2,141
南部	2,436
全国	6,901

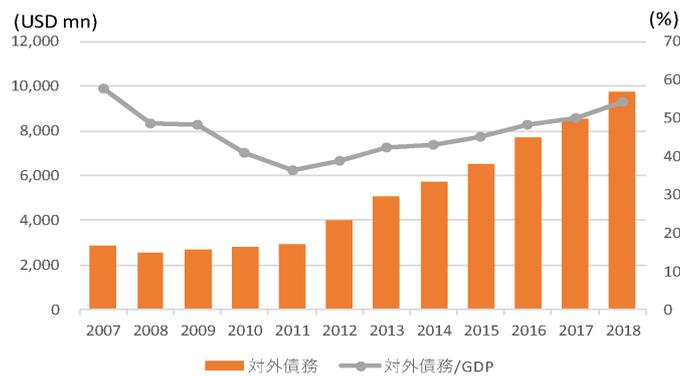
注: データは2017年  
出所: ラオス統計局資料より野村證券作成

図表 6: ラオス: 経常収支



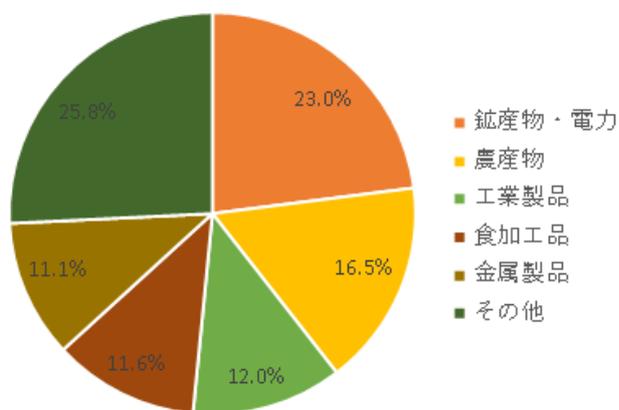
出所: 世界銀行資料より野村證券作成

図表 7: ラオス: 対外脆弱性



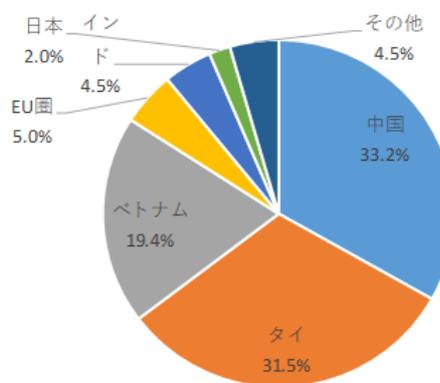
出所: ラオス銀行資料より野村證券作成

図表 8: ラオス: 輸出(品目別シェア;2017年)



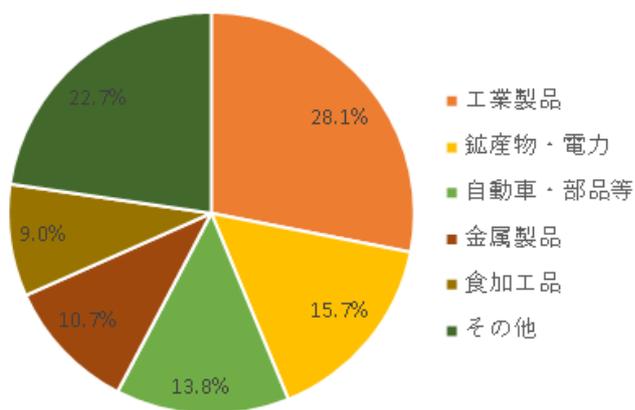
出所: ラオス統計局資料より野村證券作成

図表 9: ラオス: 輸出(国別シェア;2017年)



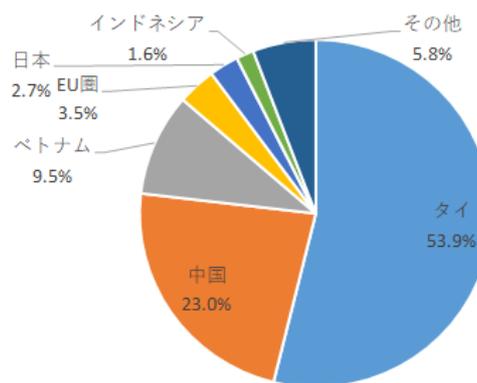
出所: ラオス統計局資料より野村證券作成

図表 10: ラオス: 輸入(品目別シェア;2017年)



出所: ラオス統計局資料より野村證券作成

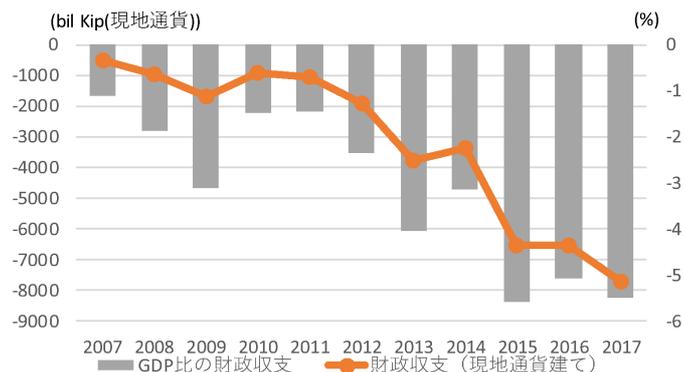
図表 11: ラオス: 輸入(国別シェア;2017年)



出所: ラオス統計局資料より野村證券作成

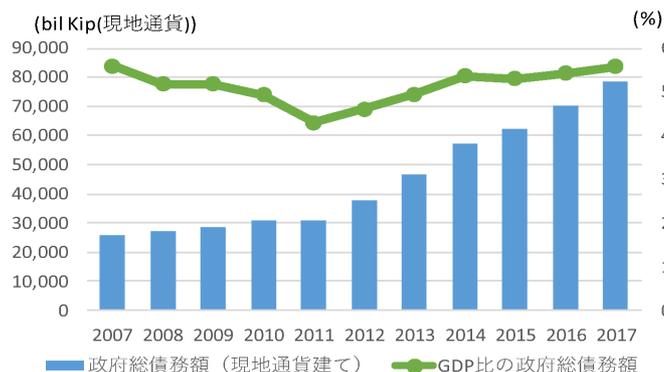
財政収支についても赤字が継続している。2012年以降、財政赤字が拡大、従来はGDP比1~2%程度で推移していた赤字が、5%程度にまで広がっている。ラオス政府は、緊縮的な財政運営に努めているが、抜本的に、徴税強化や継続的な歳出引き締めが必要な状況となっている。

図表 12: ラオス: 財政収支, 財政収支対GDP比



出所: 世界銀行資料より野村證券作成

図表 13: ラオス: 政府債務総額, 政府債務総額/GDP



出所: 世界銀行資料より野村證券作成

ラオス向けODA: 円借款残高246億円。発電事業関連が中心

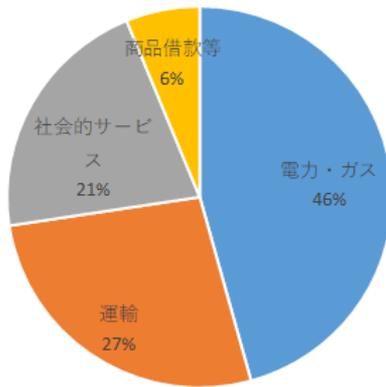
ラオスにおけるJICA事業としては、ラオス政府の開発計画(第8次国家社会経済開発計画(2016-2020))を参考に、JICAとしても計画に合致する事業を行っている。特に、ラオス政府は2020年までに低開発途上国(LDC)からの脱却及び持続可能な開発目標(SDGs)の達成などを国家目標に掲げている。この開発目標を達成するため、日・ラオス政府の協力計画として「日本・ラオス開発協力共同計画」を立てており、これを柱として事業を行っている。ラオスに対するJICA支援実績としては、有償資金協力では、2015年度に102.71億円となっている。ラオスの財政状況悪化により、2015年度以降は新規の円借款を実施していない。日本の円借款案件は、その半分近くが「電力・ガス関連」(46%)が占める。それに次いで、「運輸関連」(27%)、「社会的サービス関連」(21%)、「商品借款等関連」(6%)となっている(次頁上段図表左)。今回の現地視察では、首都ビエンチャン市内の上水道能力の拡張を担う「首都ビエンチャン上水道拡張事業」や同国首都圏への電力安定供給を担う「ナムグム第一水力発電所拡張事業」の関連施設などを見学した(いずれも円借款事業)。

図表 14: 対ラオス円借款案件(契約額ベース)

案件名	部門名	業種	借款契約日	借款契約額 (百万円)
首都ビエンチャン上水道拡張事業	社会的サービス	上下水道・衛生	2016/3/23	10,271
ビエンチャン国際空港ターミナル拡張事業	運輸	空港	2014/1/10	9,017
第9次貧困削減支援オペレーション	商品借款等	商品借款等	2014/1/10	500
ナムグム第一水力発電所拡張事業	電力・ガス	発電所	2013/6/21	5,545
南部地域電力系統整備事業	電力・ガス	送電線	2012/3/20	4,173
財政強化支援借款	商品借款等	商品借款等	2009/11/9	1,500
第3次貧困削減支援オペレーション	商品借款等	商品借款等	2008/2/28	500
第2次貧困削減支援オペレーション	商品借款等	商品借款等	2007/2/22	500
メコン地域電力ネットワーク整備事業	電力・ガス	送電線	2005/3/28	3,326
第2メコン国際橋架橋事業	運輸	橋梁	2001/12/27	4,011
ナム・ルック水力発電所建設事業	電力・ガス	発電所	1996/10/29	3,903
ナムグム水力発電事業(2)	電力・ガス	発電所	1976/4/12	2,010
ナムグム水力発電事業	電力・ガス	発電所	1974/6/26	3,180
<b>累積</b>				<b>48,436</b>

出所: JICA資料より野村證券作成

図表 15: ラオス向け円借款(カテゴリー別シェア)



注: 2019年末時点、過去の全ての円借款を集計。金額ベース。  
出所: JICA資料より野村證券作成

図表 16: メコン川(対岸はタイ)



出所: 野村證券撮影

### 【円借款案件①】首都ビエンチャン上水道拡張事業

「首都ビエンチャン上水道拡張事業」は、ビエンチャン市内にあるチナイモ浄水場の既存施設の脇に、新たな浄水施設を増設し、1日8万トンの浄水能力を12万トンに拡張する事業である。現在、首都ビエンチャンの人口増加に伴い、水の供給能力が追いついておらず、計画されている建設・拡張等がすべて実施されても供給不足が生じるため、上水道の拡張は喫緊の課題となっている。チナイモ浄水場の上水道設備を拡張することで、安全かつ安定的な上水道サービスの普及を図ることとしている。また、JICAにおいては、本件と並行して、水道事業管理運営能力向上プロジェクトという技術協力案件を実施しており、ラオスの水道公社が中長期視点に基づき、計画的かつ効率的に、財政的にも健全な水道事業を自らの手で実施することができるように、水道行政・水道公社能力強化に資するべく、日本の自治体(水道局等)の協力も得ながら、首都ビエンチャン水道公社等の経営・運営能力向上に取り組んでいる。

図表 17: 首都ビエンチャン上水道拡張事業:チナイモ浄水場



出所: 野村證券撮影

図表 18: 首都ビエンチャン上水道拡張事業:浄水化後の水



出所: 野村證券撮影

### 【円借款案件②】ナムグム水力発電所拡張事業

「ナムグム水力発電所拡張事業」は、首都ビエンチャンの北方約65kmに位置するナムグム第一水力発電所において、発電ユニットを1基増設することにより、ビエンチャ

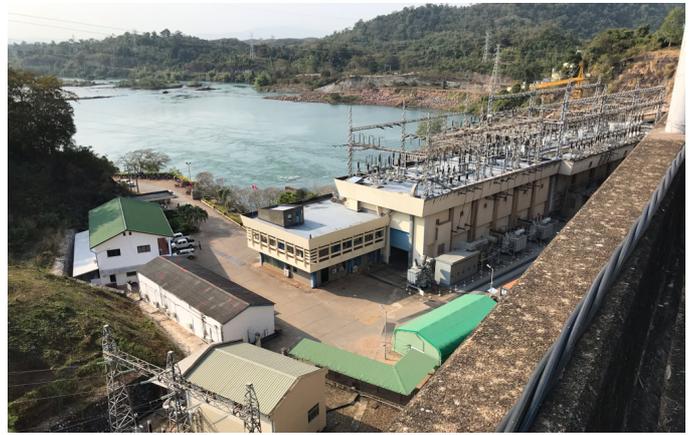
ン首都圏のピーク電力需要への対応能力の強化を図るものである。ナムグム第一水力発電所は、我が国が1960年代から無償資金協力や円借款を通じて建設を支援してきた。琵琶湖の約5割程度の面積の巨大な貯水池を有する同発電所は、一年を通じて流入量が安定していることから、乾季における首都圏のピーク需要に応じた電源として活用することが期待されている。

図表 19: ナムグムダム①:ダム内部の既存の発電設備



出所: 野村證券撮影

図表 20: ナムグムダム②:既存の発電所の全景



出所: 野村證券撮影

図表 21: ナムグムダム③:②の奥に建設中の発電設備



出所: 野村證券撮影

図表 22: ナムグムダム④:ダムから貯水池を望む



出所: 野村證券撮影

### ラオス向けODAの意義: 関係強化しながらもラオスの財政面への留意も必要

以上のように、近年の円借款の新規契約は少ないものの、無償資金協力や技術協力を絡めながら、我が国はラオス向けの経済協力を継続している。経済協力をした結果としてラオスの財政状況の悪化に繋がったりしては、本末転倒と思われ、その点への留意が必要と思われる。将来のラオスの財政収支や経常収支の改善につながる絵姿も描きながら、ラオスの自立を促すという難しい舵取りが必要とされていると感じた。

### 2019年度上半期決算: 貸付金利息減少傾向が続く

1月28日、2019年度上半期決算説明会が開催された。本稿では、中間決算のポイント等について述べる。

2019年度上半期の有償資金協力勘定の収支状況(次頁上段図表)は、経常収益820億円(YoY△182億円)、経常費用366億円(同+45億円)、当期総利益454億円(同△227億円)と減収減益となった。経常収益については、収益のベースとなる貸付金利息が677億円(同△34億円)、出資先からの受取配当金が88億円(同△13億円)のいず

れも減少となった。また、貸倒引当金等の戻入が大きく減少しているが、昨年度上半期は、内部管理上の格付けの変わった先が多かったこと等により多く計上されていた。

図表 23: 2019年度上半期損益計算書

(億円)				
	17/9	18/9	19/9	前期比
<b>経常収益</b>	<b>930</b>	<b>1,002</b>	<b>820</b>	<b>△ 182</b>
貸付金利息	742	711	677	△ 34
受取配当金	94	100	88	△ 13
貸倒引当金・偶発損失引当金戻入	73	135	11	△ 123
その他(金銭の信託運用益、貸付手数料等)	21	55	44	△ 11
<b>経常費用</b>	<b>378</b>	<b>321</b>	<b>366</b>	<b>45</b>
借入金利息	84	77	67	△ 10
債券利息	36	44	48	4
貸倒引当金繰入	-	-	29	29
その他(物件費、業務委託費等)	258	200	222	22
<b>臨時損益</b>	<b>△ 0</b>	<b>△ 0</b>	<b>△ 0</b>	<b>△ 0</b>
<b>当期総利益</b>	<b>70,128</b>	<b>681</b>	<b>454</b>	<b>△ 227</b>

出所: JICA資料より野村證券作成

貸借対照表(下図表)を確認すると、資産側では資産のほとんどを占める貸付金が12兆2,757億円(年度末比△246億円)に微減となった。貸付金としては、下半期集中となることから、上半期については、新規貸付けよりも回収金の方が多い傾向にある。一方、負債側は、財政融資資金借入金が1兆9,645億円(同△729億円)、債券(=財投機関債+政府保証債)が8,300億円(同+298億円)で、両者の比率は凡そ2.5対1で変化していない。また、自己資本比率は、政府出資金の増加(同+160億円)や利益の積上げに対し、負債は減少したため、77.5%(同+0.4%pt)に上昇した。引き続き高い水準を維持している。

図表 24: 2019年度上半期貸借対照表

(億円)			
	19/3	19/9	前期比
<b>貸付金</b>	<b>123,003</b>	<b>122,757</b>	<b>△ 246</b>
貸倒引当金	△ 1,658	△ 1,649	9
破産債権、再生債権、更生債権その他これらに準ずる債権	871	871	0
貸倒引当金	△ 832	△ 871	△ 39
投資有価証券・関係会社株式・金銭の信託	909	911	2
その他	4,017	4,466	449
<b>資産合計</b>	<b>126,309</b>	<b>126,485</b>	<b>176</b>
債券	8,002	8,300	298
財政融資資金借入金	20,374	19,645	△ 729
偶発損失引当金	93	82	△ 11
その他	407	393	△ 14
<b>負債合計</b>	<b>28,876</b>	<b>28,420</b>	<b>△ 456</b>
政府出資金	80,834	80,994	160
準備金	16,261	17,039	778
当期未処分利益	778	454	△ 324
評価・換算差額等	△ 440	△ 421	19
<b>純資産合計</b>	<b>97,433</b>	<b>98,065</b>	<b>632</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>126,309</b>	<b>126,485</b>	<b>176</b>
<b>自己資本比率</b>	<b>77.1%</b>	<b>77.5%</b>	<b>0.4%</b>

出所: JICA資料より野村證券作成

リスク管理債権の動向(次頁上段図表)についても、過去、貸出条件緩和債権となったものについて、返済による減少が着実に進んでおり、同債権額は6,740億円まで減少、リスク管理債権比率も低下が続いている(2019年度上半期末:5.45%(年度末比△0.17%pt))。

図表 25: リスク管理債権 &amp; リスク管理債権比率

(億円)

	2018年 3月末	2019年 3月末	2019年 9月末
<b>銀行法によるリスク管理債権</b>			
破綻先債権	-	-	-
延滞債権	871	871	871
3か月以上延滞債権	-	-	-
貸出条件緩和債権	6,548	6,093	5,869
合計(1)	7,419	6,964	6,740
貸出金残高合計(2)	120,921	123,874	123,628
(1) / (2)	6.14%	5.62%	5.45%

出所: JICA資料より野村證券作成

# Appendix A-1

## アナリスト証明

私 林 秀昭は、(1)レポートに記述されている全ての見方が私のここで議論した全ての証券や発行企業に対する私の見方を正確に反映していることを保証いたします。(2)さらに、私は私の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、(3)米国のNSI、英国のNIPあるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

## 企業に関するディスクロージャー

ここで使用する「野村」および「野村グループ」は、野村ホールディングス、および米国証券会社で証券投資家保護公社(SIPC)会員であるノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インクとインスティテットLLCを含む関連会社および子会社を指します。

会社名	ディスクロージャー
JAPAN INTERNATIONAL COOPERATION AGENCY	A4,A5,A6

A4 野村グループは過去12か月間に当該対象会社に対し投資銀行業務を行ったことがあります。

A5 野村グループは過去12か月間に当該対象会社から投資銀行業務に対する報酬を得ています。

A6 野村グループは今後3か月内に当該対象会社から投資銀行業務に対する報酬を受け取る見込みであるか、求める意思があります。

## 重要なディスクロージャー

### リサーチのオンライン提供と利益相反に関するディスクロージャー

野村グループのリサーチは、[www.nomuranow.com/research](http://www.nomuranow.com/research)、ブルームバーグ、キャピタルIQ、ファクトセット、ロイター、トムソン・ワンでご覧いただけます。重要なディスクロージャーにつきましては、<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal/pages/disclosures/disclosures.aspx>にてご参照いただくか、ノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インクまたはインスティテットLLC(1-877-865-5752)までお申し出ください。ウェブサイトへのアクセスでお困りの場合には[grpsupport@nomura.com](mailto:grpsupport@nomura.com)にお問い合わせください。

本レポートを作成したアナリストは、その一部は投資銀行業務によって得ている会社の総収入など、様々な要素に基づく報酬を得ています。特に断りがない限り、本レポートの表紙に記載されている米国外のアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)/ニューヨーク証券取引所(NYSE)の規定に基づきリサーチ・アナリストとしての登録・資格を得ておらず、NSIまたはILLCの関係者ではない場合があります。また、調査対象企業とのコミュニケーション、公の場での発言、あるいはリサーチ・アナリスト個人が保有する証券の売買に関して、FINRAの規則2241やNYSEの規則472を適用されない場合があります。

ノムラ・グローバル・フィナンシャル・プロダクツ・インク(「NGFP」)、ノムラ・デリバティブ・プロダクツ・インク(「NDPI」)およびノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)は、商品先物取引委員会および米国先物取引委員会にスワップ・ディーラーとして登録されています。NGFP、NDPIおよびNlplcは、通常業務として、先物およびデリバティブ商品のトレーディングに従事しており、いずれの商品も本レポートの対象となる場合があります。

### 米国で必要なその他のディスクロージャー

NSIならびにその関連会社は、通常、このリサーチレポートで言及されている債券あるいはそのデリバティブの取引を行っています。アナリストは、NSIの従業員と情報を交換しています。NSIならびにその関連会社の債券アナリストは、それぞれがカバーする債券の流動性や価格情報を得るため、トレーディング・デスクの従業員とも情報を交換しています。

### 評価方法:債券等

野村の債券アナリストならびにストラテジストは、個々の取引推奨を通じ債券や金融商品の価格について見通しを提供しています。これらの推奨は相対価値、相場の方向性及び資産配分に係る取引推奨、ないし、これら三つの組み合わせとなります。個々の取引推奨が内包している証券分析には通常以下の分析が含まれています。

- ・各証券価格とその背景にあるマクロあるいはミクロ経済との乖離に関するファンダメンタル分析
  - ・価格の差異に関する計量分析
  - ・法令諸規則の変更、市場におけるリスク選好の変化、予想外の格付けアクション、発行市場の動向や需給状況などに関するテクニカル要因の分析
- 債券や金融商品に対する推奨期間は個々の推奨で異なります。テクニカル要因に基づく取引推奨はより短期で、通常3ヶ月未満の期間を対象としています。戦略的な取引推奨はより長期で、通常3ヶ月を超える期間を対象としています。

### EUの市場濫用規制が求める野村の金融市場関連リサーチのグローバルでの評価の分布は以下のとおりです。

57%がBuy(ないしそれと同等の)レーティングであり、このBuyの発行者のうち67%に対して野村グループは重要な証券サービスを提供しています。

0%がNeutral(ないしそれと同等の)レーティングです。

43%がSell(ないしそれと同等の)レーティングであり、このSellの発行者のうち67%に対して野村グループは重要な証券サービスを提供しています。

2020年1月3日現在

重要な証券サービスはEUの市場濫用規制で定義されています。  
野村グループの説明は、ディスクレイマーの冒頭をご参照ください。

### 評価方法:日本クレジット

野村の日本におけるクレジット・アナリストおよびストラテジストは相対価値をベースとした「add risk」(クレジット・リスクの積み増し)または「reduce risk」(クレジット・リスクの削減)の推奨を通じ、個々の銘柄、発行者ないしセクターについての見通しを提供しています。これらの推奨は、対象証券と適切なベンチマーク証券ないしインデックスとのスプレッドや利回り較差を分析し、アナリストやストラテジストによる向こう3か月から6ヶ月程度の期間の「スプレッド縮小」あるいは「スプレッド拡大」見通しに対応させたものです。「スプレッド縮小」、「スプレッド拡大」見通しは、対象企業の業績や財務の改善状況、市場における取引状況、主たる信用格付会社による格上げ、より高い格付けが付与される見通しなどを含む複合的な要素に基づいて推定されるものです。これらの見通しはアナリストやストラテジストによる個々の推奨の度合いに応じてさらに細分化され、それぞれの方向性について30%~100%の四段階に分けられています(図表1を参照)。すなわち、30%の推奨は緩やかなスプレッドの縮小、拡大の見通しを示すものであり、一方100%は強いスプレッドの縮小、拡大の見通しを示すものです。

図表1. 野村クレジット投資判断: 推奨スケール・クライテリア(定義)

Add Risk 100%	3ヶ月以内になんかなり大幅のスプレッド・タイトニングが見込まれる。同時に、安定的になんかなり厚いキャリアー・スプレッドが見込まれる。
Add Risk 70%	6ヶ月以内になんかなり大幅のスプレッド・タイトニングが見込まれるか、又は、安定的になんかなり厚いキャリアー・スプレッドが見込まれる。
Add Risk 50%	6ヶ月以内にやや厚めのスプレッド・タイトニングが見込まれるか、又は、安定的にやや厚めのキャリアー・スプレッドが見込まれる。
Add Risk 30%	スプレッド・タイトニングはそれほど大きくないが、良好なキャリアー・スプレッドが見込まれる。
Reduce Risk 30%	キャリアー・スプレッドが魅力薄な水準にも関わらず、スプレッド拡大の可能性が高まっている。
Reduce Risk 50%	6ヶ月以内にやや広めのスプレッド・ワイドニングが見込まれる。
Reduce Risk 70%	6ヶ月以内になんかなり大幅のスプレッド・ワイドニングが見込まれる。
Reduce Risk 100%	3ヶ月以内になんかなり大幅のスプレッド・ワイドニングが見込まれる。

#### 当社に関するディスクロージャー

野村証券の親会社である野村ホールディングスの子会社又は関連会社、野村証券の役員が役員を兼務している会社、野村グループが株式を合計1%以上保有している会社および野村証券が過去12ヶ月間に株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券の募集又は売出しに関し主幹事を務めた会社につきましては、<https://www.nomuraholdings.com/jp/report/> をご参照ください。本件につき情報が必要な方は、野村証券 リサーチ・プロダクション業務部までお問合せ下さい。

#### ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村証券(「NSCJ」)、ドイツのノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパGmbH(「NFPEJ」)、英国のノムラ・インターナショナルplc(「NIplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティテットLLC(「ILLC」)、香港の野村国際(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報はKOFIAのイントラネット<http://dis.kofia.or.kr/> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局の監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアのP.T.ノムラ・セキュリティタス・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシアSdn. Bhd.(「NSM」)、台湾のNIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザリー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI登録番号(株式ブローカレッジ): INZ000255633、SEBI登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI登録番号(リサーチ): INH000001014)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「CNSタイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS及びNSL間のアグリーメントに基づき、NSLにリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービス・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インターカンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDOノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDOユニバンク・インク(「BDOユニバンク」)に雇用されBDO-NSに配属された当該アナリストが、BDOユニバンク、NSL及び BDO-NS間のアグリーメントに基づき、NSLにリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NSはBDOユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

本資料は、(i)お客様自身のための情報であり、投資勧誘を目的としたものではなく、(ii)証券の売却の申込みあるいは証券購入の勧誘が認められていない地域における当該行為を意図しておらず、かつ(iii)野村グループに関するディスクロージャー以外は、信頼できると判断されるが野村グループによる独自の確認は行っていない情報源に基づいております。

野村グループに関するディスクロージャー以外は、野村グループは、本資料の正確性、完全性、信頼性、適切性、特定の目的に対する適性、譲渡可能性を表明あるいは保証いたしません。また、本資料および関連データの利用の結果として行われた行為(あるいは行われないという判断)に対する責任を負いません。これにより、野村グループによる全ての保証とその他の言質は許容可能な最大の範囲まで免除されます。野村グループは本情報の利用、誤用あるいは配布に対して一切の責任を負いません。

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わること

があります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

野村グループ、その執行役、取締役、従業員は、関連法令、規則で認められている範囲内で、本資料中で言及している発行体の証券、商品、金融商品、またはそれらから派生したオプションやその他のデリバティブ商品、および証券について、自己勘定、委託、その他の形態による取引、買持ち、売持ち、あるいは売買を行う場合があります。また、野村グループ会社は発行体の金融商品の（英国の適用される規則の意味する範囲での）マーケットメーカーあるいはリクイディティ・プロバイダーを務める場合があります。マーケットメーカー活動が米国あるいはその他の地域における諸法令および諸規則に明記された定義に従って行われる場合、発行体の開示資料においてその旨が別途開示されます。

本資料はスタンダード・アンド・プアーズなどの格付け機関による信用格付けを含め、第三者から得た情報を含む場合があります。当該第三者の書面による事前の許可がない限り、第三者が関わる内容の複製および配布は形態の如何に関わらず禁止されております。第三者である情報提供者は格付けを含め、いずれの情報も正確性、完全性、適時性あるいは利用可能性を保証しておらず、原因が何であれ、（不注意あるいは他の理由による）誤りあるいは削除、または当該内容の利用に起因する結果に対する一切の責任を負いません。第三者である情報提供者は、譲渡可能性あるいは特定の目的または利用への適性の保証を含め（ただしこれに限定されない）、明示的あるいは暗黙の保証を行っていません。第三者である情報提供者は格付けを含め、提供した情報に直接の、間接的、間接的、偶発的、懲罰的、補償的、罰則的、特別あるいは派生的な損害、費用、経費、弁護士料、損失コスト、費用（損失収入または利益、機会コストを含む）に対する責任を負いません。信用格付けは意見の表明であり、事実または証券の購入、保有、売却の推奨を表明するものではありません。格付けは証券の適合性あるいは投資目的に対する証券の適合性を扱うものではなく、投資に関する助言として利用することはお控えください。

本資料中に含まれるMSCIから得た情報はMSCI Inc.（「MSCI」）の独占的財産です。MSCIによる事前の書面での許可がない限り、当該情報および他のMSCIの知的財産の複製、再配布あるいは指数などのいかなる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関与あるいは関係する第三者はいかなる種類の損失に対する責任を負いません。MSCIおよびMSCI指数はMSCIおよびその関連会社のサービス商標です。

Russell/Nomura 日本株インデックスの知的財産権およびその他一切の権利は野村証券株式会社およびFrank Russell Company に帰属します。なお、野村証券株式会社およびFrank Russell Company は、当インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性、市場性、商品性および適合性を保証するものではなく、インデックスの利用者およびその関連会社が当インデックスを用いて行う事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。

本資料は投資家のお客様にとって投資判断を下す際の諸要素のうちの一つにすぎないと考え下さい。また、本資料は、直接・間接を問わず、投資判断に伴う全てのリスクについて検証あるいは提示しているのではないことをご了解ください。野村グループは、ファンダメンタル分析、定量分析等、異なるタイプの数々のリサーチ商品を提供しております。また、時間軸の捉え方や分析方法の違い等の理由により、リサーチのタイプによって推奨が異なる場合があります。野村グループは野村グループのポータル・サイト上へのリサーチ商品の掲載および/あるいはお客様への直接的な配布を含め、様々な方法によってリサーチ商品を発表しております。リサーチ部門が個々のお客様の要望に応じて提供する商品およびサービスはお客様の属性によって異なる場合があります。

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があり、将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定した簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。本資料で説明のために作成・発行された数値、投資戦略、インデックスは、EU金融ベンチマーク規制が定義する「ベンチマーク」としての「使用」を意図したものではありません。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。

金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的（tactical）トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的（strategic）トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチ・レポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。

本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個々の適宜な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティー」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、ノムラ・ファイナンシャル・プロダクツ・ヨーロッパGmbH（「NFPE」）により欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。NFPEは、フランクフルト/マイン裁判所の商業登記簿に登録された商業登記番号HRB110223であるドイツ法下の有限責任会社として組織された会社であり、ドイツ連邦金融監督庁（BaFin）の監督下にあります。

本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALIによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMIによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLIにより配布されております。NSLIは、証券先物法（第289条）で定義される本資料の認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関する本資料の内容について、法律上の責任を負いません。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLIにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIIにより配布されます。NSIIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

野村サウジアラビア、Nipic、あるいは他の野村グループ関連会社はサウジアラビア王国（「サウジアラビア」）での（資本市場庁が定めるところの、）「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者への本資料の配布、アラブ首長国連邦（「UAE」）においては、（ドバイ金融サービス機構が定めるところの、）「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者への配布、また、カタール国の（カタール金融センター規制機構が定めるところの、）「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者への配布を認めておりません。サウジアラビアにおいては、「オーソライズド・パーソンズ」、「エグゼンプト・パーソンズ」、または「インスティテュションズ」以外の者、UAEの「マーケット・カウンターパーティー」または「専門的顧客」以外の者、あるいはカタールの「マーケット・カウンターパーティー」、または「ビジネス・カスタマーズ」以外の者を対象に本資料ならびにそのいかなる複製の作成、配信、配布を行うことは直接・間接を問わず、係る権限を持つ者以外が行うことはできません。この規定に従わないと、サウジアラビア、UAE、あるいはカタールの法律に違反する行為となる場合があります。

カナダ投資家向け：当レポートは、Investment Industry Regulatory Organization of Canada (「IIROC」) およびCanadian Investor Protection Fundの会員であるInstinet Canada Limited (「ICL」)により、カナダの投資家向けに配布することを承認されています。ICLの関連会社が作成したリサーチ・レポート(「関連会社リサーチ・レポート」)は、当該関連会社の地域におけるリサーチ配布に適用される規則上の要件を満たすよう作成されており、利益相反に係る開示を含んでいます。ICLは、IIROCが必要とするカナダにおける開示が行われていることを確認するために当該関連会社リサーチ・レポートをレビューしました。ICLは、関連会社リサーチ・レポートの配布に関連して、対価を受取っていません。ICLのリサーチ配信に関するポリシー及び手順に従い、ICLは関連会社リサーチ・レポートを、電子的にまたは印刷された形で、ICLの現顧客および将来の顧客のみにしか提供しません。ICLは、全ての受領者が同時に関連会社リサーチ・レポートを利用可能となる及びまたは配布されるよう努めます。当該関連会社リサーチ・レポートは、推奨ではなく、また、いかなる特定の口座の投資対象、金融状況や特定のニーズを考慮しているものでもありません。

台湾上場企業に関するレポートおよび台湾所属アナリスト作成のレポートについて：本資料は参考情報の提供だけを目的としています。お客様ご自身で投資リスクを独自に評価し、投資判断に単独で責任を負っていただく必要があります。本資料のいかなる部分についても、野村グループから事前に書面で承認を得ることなく、報道機関あるいはその他の誰であっても複製あるいは引用することを禁じます。「Operational Regulations Governing Securities Firms Recommending Trades in Securities to Customer」及びまたはその他の台湾の法令・規則に基づき、お客様が本資料を関係者、関係会社およびその他の第三者を含む他者へ提供すること、あるいは本資料を用いて利益相反があるかもしれない活動に従事することを禁じます。NIHK台湾支店が執行できない証券または商品に関する情報は、情報の提供だけを目的としたものであり、投資の推奨または勧誘を意図したものではありません。

本資料は、中華人民共和国(「中国」(この資料では、香港、マカオ、台湾を除く))の域外に設立された野村グループ若しくはその子会社・関連会社(以下総称して「オフショア会社」)により作成されており、中国国内での配布を承認されていない、もしくは配布を意図されていません。オフショア会社は、証券投資コンサルティングサービスを含む金融サービスを中国国内で実行する免許を保有していないか、中国当局の管理・監督下にありません。利用者は、投資判断を行うに当たり、本資料を利用してはならず、また本レポートに含まれる如何なる情報にも依拠してはいけません。また、オフショア会社はこれに関して責任を負いません。

本資料のいかなる部分についても、野村グループ会社から事前に書面で同意を得ることなく、(i)その形態あるいは方法の如何にかかわらず複製する、あるいは(ii)配布することを禁じます。本資料が、電子メール等によって電子的に配布された場合には、情報の傍受、変造、紛失、破壊、あるいは遅延もしくは不完全な状態での受信、またはウイルスへの感染の可能性があることから、安全あるいは誤りがない旨の保証は致しかねます。従いまして、送信者は電子的に送信したために発生する可能性のある本資料の内容の誤りあるいは欠落に対する責任を負いません。確認を必要とされる場合には、印刷された文書をご請求下さい。

## 日本で求められるディスクレイマー

### 無登録格付に関する説明書

格付会社に対し、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、無登録の格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合、金融商品取引法により、無登録の格付業者が付与した格付(以下「無登録格付」といいます)である旨及び登録の意義等を顧客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、無登録の格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

#### ○格付業者について

##### スタンダード&プアーズ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

S&Pグローバル・レーティング(以下「S&P」といいます。)

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・ジャパン株式会社(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(<http://www.standardandpoors.co.jp>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」(<http://www.standardandpoors.co.jp/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。

この情報は、2018年6月1日現在、当社が信頼できると考え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をご覧ください。

#### ムーディーズ

・格付業者グループの呼称等について

格付業者グループの呼称：

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」といいます。)

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.moody.com/pages/default\\_ja.aspx](https://www.moody.com/pages/default_ja.aspx)))の「信用格付事業」タブにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されています。

・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。この情報は、2018年6月1日現在、当社が信頼できると考え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。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

#### フィッチ

・格付業者グループの呼称等について  
 格付業者グループの呼称:フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」といいます。)  
 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/site/japan>)の「フィッチの格付業務について」内の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されています。

・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及び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、2018年6月1日現在、当社が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。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

#### 日本で求められるディスクレイマー

レポート本文中の格付記号の前に※印のある格付けは、金融商品取引法に基づく信用格付業者以外の格付業者が付与した格付け(無登録格付け)です。無登録格付けについては「無登録格付に関する説明書」(<https://www.nomura.co.jp/retail/bond/noregistered.html>)をご参照ください。

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合)、2,860円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(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。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETN、国内インフラファンドを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合)は2,860円(税込み)の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETF・ETNは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。国内インフラファンドは運用するインフラ資産等の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.045%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合)は最大7,810円(税込み)の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および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。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.43%(税込み)(20万円以下の場合)は2,860円(税込み))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上(オンライン信用取引の場合、売買代金の33%以上)で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍まで(オンライン信用取引の場合、委託保証金の約3倍まで)のお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.10%(税込み)(4,400円に満たない場合は4,400円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCB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。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、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。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます。(変動10年:直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685、固定5年、固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)

物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。物価連動国債の価格は、市場の金利水準の変化や全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物

価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、2023年以降に償還するもの(第17回償以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.5%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.5%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

金利スワップ取引、及びドル円ベース・スワップ取引(以下、金利スワップ取引等)にあたっては、所定の支払日における所定の「支払金額」のみお支払いいただきます。金利スワップ取引等には担保を差入れていただく場合があります。取引額は担保の額を超える場合があります。担保の額は、個別取引により異なりますので、担保の額及び取引の額の担保に対する比率を事前に示すことはできません。金利スワップ取引等は金利、通貨等の金融市場における相場その他の指標にかかる変動により、損失が生じるおそれがあります。また、上記の金融市場における相場変動により生じる損失が差入れていただいた担保の額を上回る場合があります。また追加で担保を差入れていただく必要が生じる場合があります。お客様と当社で締結する金利スワップ取引等と「支払金利」(又は「受取金利」)以外の条件を同一とする反対取引を行った場合、当該金利スワップ取引等の「支払金利」(又は「受取金利」)と、当該反対取引の「受取金利」(又は「支払金利」)とは差があります。商品毎にリスクは異なりますので、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差入れ又は預託していただく場合があります。取引額は保証金等の額を超える場合があります。保証金等の額は信用度に応じて相対で決定されるため、当該保証金等の額、及び、取引額の当該保証金等の額に対する比率をあらかじめ表示することはできません。CDS取引は参照組織の一部又は全部の信用状況の変化や、あるいは市場金利の変化によって市場価値が変動し、当該保証金等の額を超えて損失が生じるおそれがあります。信用事由が発生した場合にスワップの買い手が受取る金額は、信用事由が発生するまでに支払う金額の総額を下回る場合があります。また、スワップの売り手が信用事由が発生した際に支払う金額は、信用事由が発生するまでに受取った金額の総額を上回る可能性があります。他の条件が同じ場合に、スワップの売り手の場合に受取る金額と買い手の場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等に移管する場合には、数量に応じて、移管する銘柄ごとに11,000円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。

## 野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第142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

野村グループは法令順守に関する方針および手続き(利益相反、チャイニーズ・ウォール、守秘義務に関する方針を含むがそれに限定されない)やチャイニーズ・ウォールの維持・管理、社員教育を通じてリサーチ資料の作成に関わる相反を管理しています。

本資料で推奨されたトレードについて、その構築に用いられた手法や数理・解析モデルに関する追加情報が必要な場合は、表紙に記載されたアナリストにお問い合わせください。ディスクロージャー情報については下記のサイトをご参照ください。

<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal/pages/disclosures/disclosures.aspx>

Copyright © 2020 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.