

国際協力機構：フィリピン ODA 現地視察ミッション

16 October 2013

～PPPスキームの活用が推進される中、ODAの更なる高度化が期待される～

今月、独立行政法人国際協力機構（以下、JICA）主催のフィリピンODA現地視察ミッションに参加した。これは、機関投資家、地域金融機関、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の円借款等の支援先や当地に進出する日系企業等を訪問して、JICAの国際協力活動について理解を深めることを目的とし、今回で4回目となる。本稿では、現地で見聞したことを交えながら、フィリピン向けODAの現状や日系企業の進出動向等について紹介する。

■ フィリピンの概況と日系企業の進出動向

かつて経済成長率の低迷により「アジアの病人」とも言われたフィリピンは、2010年に就任したベニグノ・アキノ大統領の下、内需主導により足元で高い経済成長を継続している（図表1～3）。12年はASEAN主要国の中で最も高い実質GDP成長率（前年比+6.8%）を達成し、1人当たり名目GDPは14年にも3,000ドルを突破する見込みである。10月3日には、ムーディーズがソブリン格付けを「※Ba1」から投資適格の「※Baa3」に引き上げ、見通しを「※ポジティブ」とした（※は無登録格付け）。好調な経済パフォーマンス、財政再建の進行、政治的安定とガバナンスの改善を評価したものである。これで、主要格付け機関3社（ムーディーズ、S&P、フィッチ）の格付けが全て投資適格となり、フィリピンはようやく「アジアの健常者」となった（図表4）。

フィリピンとわが国との関係は以前から深い。人的には、在日フィリピン人は約20万人で韓国・朝鮮、中国に次いで3番目に多い。在比日本人は約1.8万人である。経済的には、わが国はフィリピンの最大の貿易相手国である（図表5）。輸出入ともに電気電子機器・部品が多く、約3割を占める。また、近年は、日本からの直接投資（図表6）も増加しており、セイコー・エプソン、キャノン、ブラザー工業といったプリンター関係の会社や村田製作所、富士フイルム、バンダイ等の大手企業が現地に新工場の建設などを行っている。背景には、東日本大震災やタイの洪水を受け、日本の製造業者に工場立地を分散する意識が高まったことや、中国やASEAN主要国で賃金上昇や労働力の不足が顕在化する中、フィリピンでは高い失業率（図表7）や人口増加¹（図表8）に表れているように豊富な労働力が存在し、且つ、賃金上昇率も低いことから相対的に投資先としての魅力が高まっていることが挙げられる。また、公用語が英語であるため英語を話せる人材が多いこと²、労働争議が少ないこと、フィリピン経済区庁（PEZA）や投資委員会（BOI）などが外資向けに様々な投資優遇措置を設けていることも「チャイナ+1」の候補地としてのフィリピンの優位性を高めている。

一方で、更なる海外からの直接投資を促すためには、克服すべき課題がいくつかある。第一に、インフラの未整備である。例えば、マニラ中心部の交通渋滞は深刻で、軽量高架鉄道（以下、LRT）なども走っているが輸送能力が需要に全く追いついていない。また、港湾は利用がマニラ港に集中し、物流がスムーズに行かない。更に、電力料金はASEAN諸国の中で最も高い水準である。第二に、自然災害への備えである。フィリピンには、洪水、地震、津波、火山の噴火など様々な自然災害のリスクがあるが、まだ防災対策が十分に出来ていない。第三に、製造業を中心とする産業集積の低さである。フィリピンでは、他のASEAN主要国に比べ産業構造に占める第二次産業の割合が低く、進出企業がフィリピン国内で原材料や部材を調達するのが難しいといった問題がある。

¹ 2015年には人口が1億人を突破する見込み。平均年齢は23歳。

² もう一つの公用語はフィリピン語

野村證券株式会社 金融市場調査部 〒100-8130 東京都千代田区大手町2-2-2 アーバンネット大手町ビル

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村證券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村證券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村證券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

岩谷 賢伸

クレジット・アナリスト

+81 (0)3 6703 3876

masanobu.iwatani@nomura.com

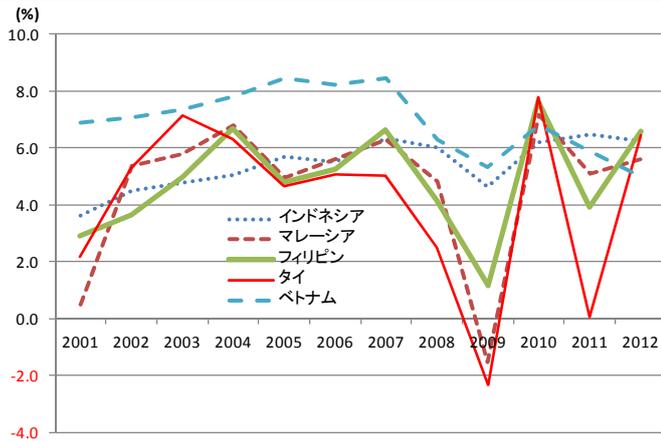
注：1) NCR= Nomura Credit Research.

2) レポート内の信用格付は10月11日付

（出所:Bloomberg）。3) コメント内の個別格付はMdy/S&P/R&I/JCRの順。

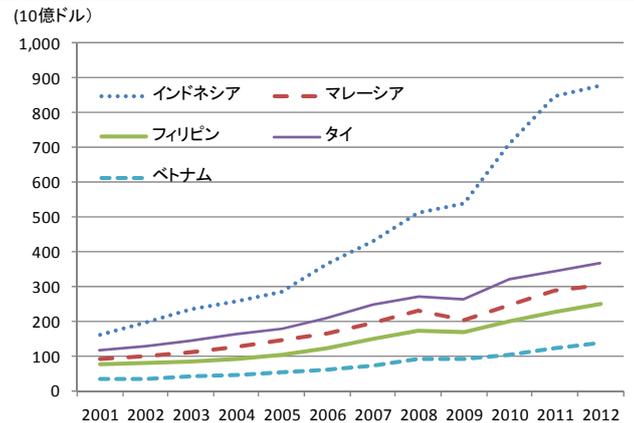
3) ※の付与された格付けは無登録格付け。

図表 1: ASEAN5 各国の実質 GDP 成長率推移



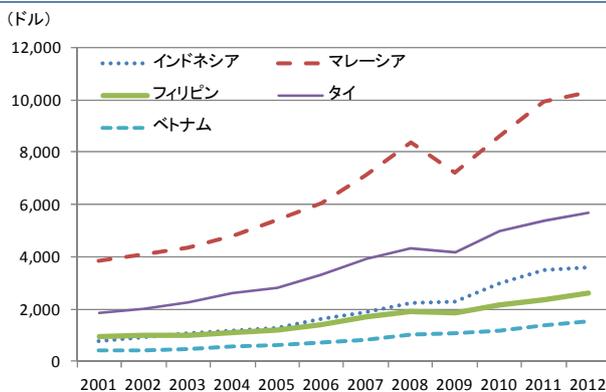
注: 直近の統計は推定値
出所: IMF 資料より野村證券作成

図表 2: ASEAN5 各国の名目 GDP 推移



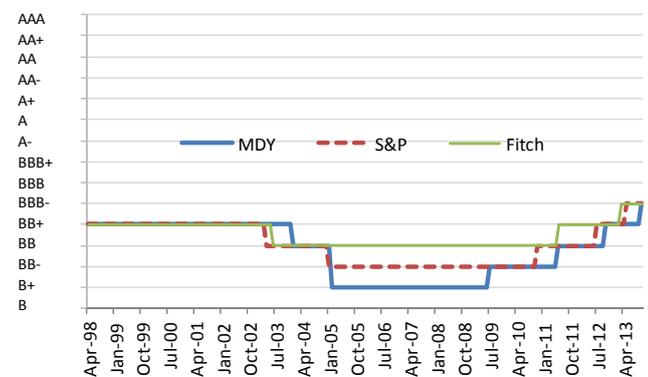
注: 直近の統計は推定値
出所: IMF 資料より野村證券作成

図表 3: ASEAN5 各国の一人当たり名目 GDP 推移



注: 直近の統計は推定値
出所: IMF 資料より野村證券作成

図表 4: フィリピンのソブリン格付け推移



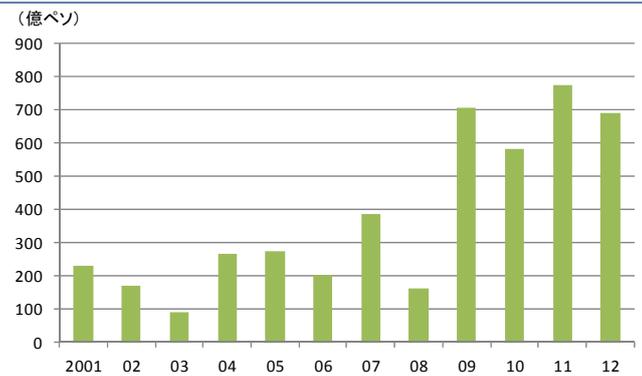
注: 長期格付け。全て無登録格付け。
出所: 格付け機関資料より野村證券

図表 5: フィリピンの国別輸出入実績 (2011 年)

＜輸出先＞		＜輸入元＞	
(百万ドル)		(百万ドル)	
輸出先	輸出額	輸入元	輸入額
1 日本	8,886	1 米国	6,536
2 米国	7,101	2 日本	6,516
3 中国	6,237	3 中国	6,085
4 シンガポール	4,278	4 シンガポール	4,899
5 香港	3,701	5 韓国	4,419
6 韓国	2,237	6 台湾	4,209
7 台湾	1,993	7 タイ	3,463
8 タイ	1,906	8 サウジアラビア	3,223
9 オランダ	1,745	9 マレーシア	2,640
10 ドイツ	1,729	10 インドネシア	2,459

出所: フィリピン国家統計局資料より野村證券作成

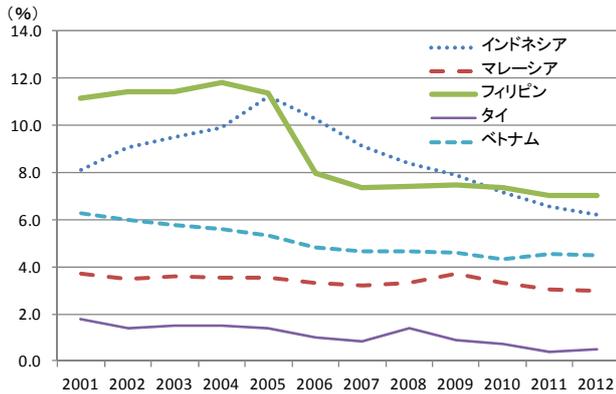
図表 6: 日本からフィリピンへの直接投資



出所: 国家統計調整委員会 (NSCB) 資料より野村證券作成

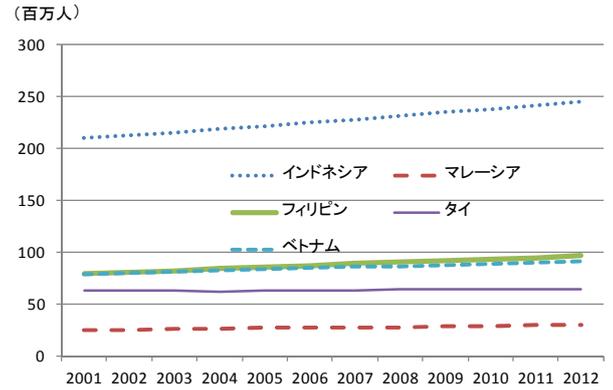
このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村證券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村證券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村證券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

図表 7: ASEAN5 各国の失業率推移



注：直近の統計は推定値
出所：IMF 資料より野村證券作成

図表 8: ASEAN5 各国の人口推移



注：直近の統計は推定値
出所：IMF 資料より野村證券作成

■ わが国のフィリピン向け ODA

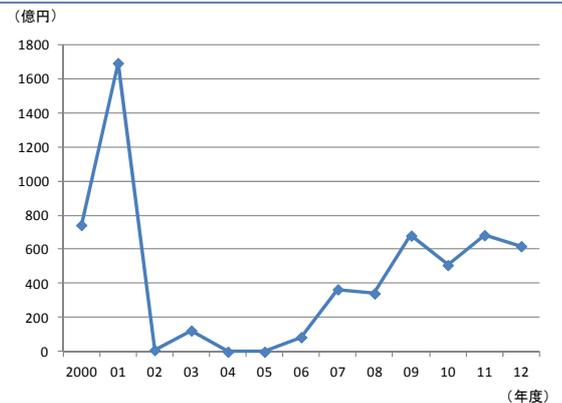
フィリピンにとってわが国は最大の ODA 供与国であり、また、日本にとってもフィリピンは円借款の最重点供与国の一つである。円借款残高 8,648 億円（12 年度）は、インドネシア、中国、インド、ベトナムに次ぐ 5 番目で（図表 9）、フローでも過去 10 年間増加傾向にある（図表 10）。

図表 9: 円借款残高上位国（2012 年度）

順位	国名	地域	残高 (億円)
1	インドネシア	東南アジア	20,461
2	中国	東アジア	16,280
3	インド	南アジア	14,828
4	ベトナム	東南アジア	10,340
5	フィリピン	東南アジア	8,648
6	パキスタン	南アジア	5,859
7	タイ	東南アジア	4,694
8	スリランカ	南アジア	3,700
9	トルコ	欧州	2,846
10	エジプト	中東	2,771

出所：JICA 資料より野村證券作成

図表 10: 対フィリピン円借款契約額推移



出所：JICA 資料より野村證券作成

以下の「対フィリピン共和国 国別援助方針」にも掲げられているように、JICA の有償資金協力は、大首都圏を中心とした運輸・交通網を始めとするインフラ整備に注力している。安倍首相が今年 7 月にフィリピンを訪問し、アキノ大統領と首脳会談をした際にも、両首脳は大都市圏の運輸・交通インフラについて、日本の支援で作成されたマニラ首都圏の「運輸・交通ロードマップ」を踏まえ、協力していくことで一致した。

対フィリピン共和国 国別援助方針（平成 24 年 4 月）の概要

<援助の基本方針> 「「包摂的成長」の実現に向けた支援」

<重点分野>

(1) 投資促進を通じた持続的経済成長

持続的経済成長の達成に必要な国内外からの投資促進に向けて、投資環境の改善を図るため、大首都圏を中心とした運輸・交通網整備、エネルギー、水環境などのインフラ整備、行政能力の向上、海上安全の確保、産業人材育成などに対する支援を実施する。

(2) 脆弱性の克服と生活・生産基盤の安定（本文略）

(3) ミンダナオにおける平和と開発（本文略）

※下線は筆者。外務省資料より筆者作成。

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村證券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村證券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村證券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

過去（2000年～）の円借款の案件（図表 11）を見ると、農業や災害復旧・防災関連を除くと、運輸・交通インフラ関連事業（道路・橋梁、鉄道、港湾、空港等）が大半を占める。例えば、今回の視察で訪れた LRT に関しては、JICA による数次の円借款により、高架鉄道や駅舎等の建設、車両の増強などが実施されており、道路交通の渋滞緩和に一役買っている。ただし、マニラ中心地区の交通渋滞は依然として深刻で、ビジネスや物流に大きな支障を来すことから、JICA は中長期的な運輸・交通インフラの整備ビジョンを策定し、STEP（本邦技術活用条件）を念頭に置いたマストランジット案件（マニラ南北への郊外鉄道の敷設等）などの提案に努めている。これらのインフラ関連事業は、日本からのインフラ輸出にもつながるものであり、両国にとって Win-Win の意義深い事業と言える。

図表 11: フィリピン向け円借款の実績（2000 年以降）

	案件名	業種	借款契約日	借款契約額 (百万円)
1	マニラ首都圏大量旅客輸送システム拡張事業	鉄道	2013/3/27	43,252
2	新ボホール空港建設及び持続可能型環境保全事業	空港	2013/3/27	10,782
3	開発政策支援借款(投資環境整備)	商品借款等	2012/10/10	7,775
4	バッシング-マリキナ川河川改修事業(3)	灌漑・治水・干拓	2012/3/30	11,836
5	ミンダナオ持続的農地改革・農業開発事業	農業	2012/3/30	6,063
6	中部ルソン接続高速道路建設事業	道路	2012/3/30	22,796
7	幹線道路バイパス建設事業(2)	道路	2012/3/30	4,591
8	森林管理事業	林業	2012/3/30	9,244
9	洪水リスク管理事業(カガヤン川、タゴロアン川、イムス川)	灌漑・治水・干拓	2012/3/30	7,546
10	灌漑セクター改修・改善事業	灌漑・治水・干拓	2012/3/30	6,187
11	道路改良・保全事業	道路	2011/3/31	40,847
12	台風オンドイ・ベベン後緊急インフラ復旧事業	その他	2010/5/26	9,912
13	緊急財政支援円借款	商品借款等	2010/3/15	13,830
14	開発政策支援プログラム(3)	商品借款等	2010/3/15	9,220
15	農業支援政策金融事業	その他社会的サービス	2009/11/25	14,608
16	物流インフラ開発事業	その他社会的サービス	2009/11/9	30,380
17	開発政策支援プログラム(II)	商品借款等	2009/3/30	9,293
18	環境開発事業	その他社会的サービス	2008/9/30	24,846
19	ピナツボ火山災害緊急復旧事業(III)	灌漑・治水・干拓	2007/12/18	7,604
20	農地改革インフラ支援事業(III)	都市・農村生活基盤	2007/12/18	11,802
21	バッシング-マリキナ川河川改修事業(II)	灌漑・治水・干拓	2007/2/27	8,529
22	幹線道路バイパス建設事業(I)(ブラリデルおよびカバナツアン)	道路	2004/3/30	6,223
23	中部ミンダナオ道路整備事業	道路	2003/12/16	3,717
24	ムスリム・ミンダナオ自治地域平和・開発社会基金事業	都市・農村生活基盤	2003/12/11	2,470
25	スービック自由港環境整備事業(II)	総合的環境保全	2003/3/28	991
26	イロイロ洪水制御事業(II)	灌漑・治水・干拓	2002/3/29	6,790
27	バゴ川灌漑システム改修・維持管理強化事業	灌漑・治水・干拓	2002/3/29	3,224
28	北ルソン風力発電事業	発電所	2002/3/29	5,857
29	地方開発緊急橋梁建設事業	橋梁	2002/3/29	18,488
30	幹線道路網整備事業(VI)	道路	2002/3/29	6,723
31	次世代航空保安システム整備事業	空港	2002/3/29	22,049
32	海難救助・海上汚染防止システム増強事業	海運	2002/3/29	9,356
33	中部ルソン高速道路建設事業	道路	2001/9/14	59,037
34	アグ川洪水制御事業(II-B)	灌漑・治水・干拓	2001/5/30	2,789
35	カトゥビグ農業総合開発事業	都市・農村生活基盤	2001/5/30	5,210
36	ミンダナオ持続的入植地開発事業	都市・農村生活基盤	2001/5/30	6,515
37	メトロマニラ立体交差建設事業(V)	道路	2001/5/30	5,543
38	ラオアグ川治水・砂防事業	灌漑・治水・干拓	2001/5/30	6,309
39	北部パラワン持続可能型環境保全事業	総合的環境保全	2001/5/30	2,034
40	地方道路網整備事業(III)	道路	2001/5/30	6,205
41	幹線空港開発事業(II)	灌漑・治水・干拓	2001/5/30	11,743
42	幹線空港開発事業(II)	空港	2001/5/30	11,743
43	幹線道路網整備事業(V)	道路	2001/5/30	8,294
44	スービック港開発事業	港湾	2000/8/31	16,450
45	新イロイロ空港開発事業	空港	2000/8/31	14,724
46	第二マグサイサイ橋・バイパス道路建設事業	橋梁	2000/8/31	3,549
47	LRT1号線増強事業(II)	鉄道	2000/4/7	22,262
48	カマナバ地区洪水制御・排水システム改良事業	灌漑・治水・干拓	2000/4/7	8,929
49	ミンダナオコンテナ埠頭建設事業	港湾	2000/4/7	8,266

注：塗りつぶしは、運輸・交通インフラ関連事業（道路・橋梁、鉄道、港湾、空港）。

出所：JICA 資料より野村證券作成

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村證券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村證券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村證券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法のみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

■ フィリピン向け ODA の今後の課題

一方、アキノ政権は、好調な国内経済や民間資本の台頭などを背景に、官民パートナーシップ (PPP) のスキームを活用したインフラ整備を最重点政策の一つとして掲げており、円借款等の対外借入に関しては若干慎重な姿勢を示している。PPP 事業の展開は透明性重視の観点から入札が何度も延期されるなどして遅れており、まだ落札されたのは 4 件に過ぎないが、地元財閥のサンミゲルによる「ニノイ・アキノ国際空港 (NAIA) 高速道路第 2 期」の案件を含め、全て国内民間企業グループが落札している。これらの PPP スキームを活用したインフラ整備事業には日本企業も参加可能だが、実際に日本企業が案件に携わるためには、政府要人等にネットワークを持つ JICA の支援は欠かせないであろう。また、案件の一部を PPP スキームで行い、残りを円借款で行うという選択肢 (上下分離方式³、前後方式⁴、運営民間委託方式⁵) がある他、SPC 等民間の事業実施体に対して再開された「海外投融資⁶」のスキームを用いて出融資することも可能で、今後の創意工夫が試される。一方、PPP スキームによるインフラ整備は、フィリピン国内やフィリピンに進出する日系企業にとっては期待が高いが、円借款の実績にはならないという点は JICA にとっては必ずしも望ましいとは言えないかもしれない。だが、インフラ整備への PPP スキームの活用は JICA が多くの円借款を供与する東南アジア諸国で拡がりつつあり、この流れは JICA による ODA 案件の更なる高度化を促す契機となり得る。即ち、単なる道路の建設など、開発途上国の国内民間資本でも実施可能な事業ではなく、相手国政府と政策的対話を続けながらセクター横断的なインフラ整備計画を立て、より高度な日本企業の技術を活用した具体的な案件に落とし、円借款でファイナンスするという一連の流れを作るのである。マニラ首都圏の運輸・交通網の整備に関して JICA が実践しようとしている取組みはこれに該当し、現在、長官レベルの意見調整が行われている。このような高度化 ODA 案件の成功事例が積み重なっていけば、同様の発展フェーズにある他の開発途上国にも応用可能であり、わが国 ODA の費用対効果の拡大及び国際的評価の向上につながるであろう。

³ 上下分離方式のイメージ：鉄道建設事業の計画策定や軌道建設を JICA が支援する一方、車両納入や運営を民間企業が BOT 等で実施。(JICA 資料より)

⁴ 前後方式のイメージ：先行する発電所・基盤整備を JICA で支援し、後続の発電設備の拡張を民間企業が BOT で実施。(JICA 資料より)

⁵ 運営民間委託方式のイメージ：JICA で港湾等整備を支援、完成後の運営を民間が実施。(JICA 資料より)

⁶ 海外投融資の再開については、拙著「国際協力機構、海外投融資を本格再開」『財投機関債・公募地方債マンスリー』(2012 年 11 月号)を参照。

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村証券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取り引きする場合があります。また、野村証券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村証券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

図表 12: マニラ中心地区の眺望



出所：野村証券撮影

図表 13: 円借款により建設の高速道路（入口の看板）



出所：野村証券撮影

図表 14: スービック港（円借款対象事業）の港湾施設



出所：野村証券撮影

図表 15: マニラ中心部の大渋滞



出所：野村証券撮影

図表 16: LRT（円借款対象事業）の車両



出所：野村証券撮影

図表 17: LRT の車両内部



出所：野村証券撮影

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村証券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村証券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村証券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布しております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

無登録格付に関する説明書

野村證券株式会社

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：

スタンダード&プアーズ・レーティングズ・サービシズ（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：

スタンダード&プアーズ・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

スタンダード&プアーズ・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、利息や元本が予定通り支払われることを保証するものではありません。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、品質および量により信頼しうると判断した情報を利用して格付分析を行っております。しかしながら、S&P は、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、格付および格付付与に利用した情報の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

この情報は、平成 23 年 8 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。詳しくは上記スタンダード&プアーズ・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・インク（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

(<http://www.moody.co.jp>) 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

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村證券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村證券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村證券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村證券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村證券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。

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、平成 22 年 9 月 24 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・レーティングスのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）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。

この情報は、平成 22 年 9 月 24 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。

以上

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、<http://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・プロダクト部までお問合せ下さい。

次に記載する会社の役員を兼務している野村証券の役員がいます。亀田製菓(2220)、セブン&アイ・ホールディングス(3382)、武田薬品工業(4502)、JXホールディングス(5020)、旭硝子(5201)、トーヨーカネツ(6369)、ホンダ(7267)、東京エレクトロン(8035)、住友商事(8053)。

次に記載する会社は、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です。野村不動産ホールディングス(3231)、杉村倉庫(9307)、野村総合研究所(4307)、ジャフコ(8595)、高木証券(8625)。

債券を募集・売上等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。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、発行者の経営・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。

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し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、スワップの売りの場合に受取る金額と買い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。

J-REITの手数料など諸費用について

国内市場上場不動産投資証券(J-REIT)の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%(税込み)(約定代金が20万円以下の場合、2,730円(税込み))の売買手数料をいただきます。

国内市場上場不動産投資証券(J-REIT)を当社との相対取引(募集等を含む)により購入いただく場合は、購入対価のみを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場合がございます。

J-REITのお取引にあたってのリスクについて

不動産相場、金利水準等の変動、および投資証券の裏付けとなっている不動産の価格や評価額の変動に伴い、不動産投資証券の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

不動産投資証券の発行者およびその資産を運用する資産運用会社の業務や財産の状況に変化が生じた場合、不動産投資証券の価格が変動することによって損失が生じるおそれがあります。

野村証券株式会社

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

このレポートは投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。銘柄の選択、投資の最終決定は御自身で判断なさるようお願いいたします。なお使用するデータ及び表現などの欠落、誤謬などにつきましてはその責を負いかねますのでご了承ください。ここに示した内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。野村証券は、本誌記載の発行体が発行する証券を自己勘定で取引する場合があります。また、野村証券およびその関連会社は、当該証券・オプションを買いポジションまたは売りポジションで保有する場合があります。野村証券およびその関連会社は本誌で取り上げられた発行体に対して投資銀行業務を含むサービスを提供する場合があります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる方法であれ、無断で複製または転送などを行わないようお願いいたします。