

クレジット投資戦略 ～Lower for Longerとコロナ後を見据えて 2021年2月

金融市場調査部 理事
チーフクレジットアナリスト
大橋 俊安

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
本資料の内容につきましては、貴社のご判断に基づき、ご活用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、貴社限りとしてご活用ください。

本セミナー連続10回目の登壇

2016年7月

- 「ようこそクレジット市場へ」と題し**ソフトバンクグループ債**

2017年2月

- 「クレジットの活用を考える」と題し資本性証券（保険）

2017年7月

- 「クレジット投資との付き合い方」と題し**東電PG債**

2018年2月

- 「**保険劣後債**の魅力を再発見」と題し日本生命様とコラボで登壇

2018年7月

- 「**三種の神器**」と、その先を見据えて」と題して講演

2019年2月

- 「クレジット ネットの種」と題し
- 三種の神器、CDS、資本性証券、格付け活用

2019年7月

- 「令和に引き継ぐ神器、育み神器」と題し「**SIC戦略**」を推奨

2020年2月

- 「Lower for Longer下での**SIC戦略**」

2020年7月

- 「Lower for Longer&COVID-19下での**SIC戦略**」

2020年国内クレジット市場10大ニュース

Key Word: ハイブリッド/ESG(SDGs)/コロナ禍

順位	内容	理由等
1位	令和の神器に育つ事業会社ハイブリッド証券	今年も旺盛な発行に
2位	日銀社債買入れを拡大（額・年限）	3から5年の社債発行増のカタリストに
3位	1兆円のメガティール（NTTファイナンス（NTT保証））	日本最大額のメガディールに
4位	SDGリンク債が登場	ヒューリックが第一号
5位	国立大学法人債が登場	東京大学FSI債が第一号
6位	ユニゾHD、HISの債券価格低下	理由は異なるが信用不安が台頭
7位	三菱商事ハイブリッド債の早期償還問題	コールの蓋然性を考えるきっかけにも
8位	格付け会社から示唆情報	ANAホールディングスやHISで課題が見えた
9位	FEDバズーカで戻ったCDS/株価の相関	CDSは海外クレジット市場とのゲートウェイ
10位	SBGのHLは今年も市場を賑わす	クレジット市場で常に注目を浴びる銘柄

出所：大和証券

本日のメッセージ

➤ 国内クレジット市場はパラダイムシフトの真っ只中

- 量的・質的拡大を実現し「真の社債時代」の扉を開こう！
- 銘柄選択のパラダイムシフト
- 商品性のパラダイムシフト

➤ 時には “Speak Out”(声を上げる)ことも必要

- 対 金融庁
- 対 日銀
- 対 格付け会社

➤ 「政策の失敗or必然」ウォッチを

- 地雷が埋まるのは国内ではなく海外（欧米・新興国）
- 「政策の失敗or必然」の発生有無に注視
- 国内クレジットは大胆に、海外クレジットは慎重に

国内クレジット市場のパラダイムシフト

1996年

2020年代

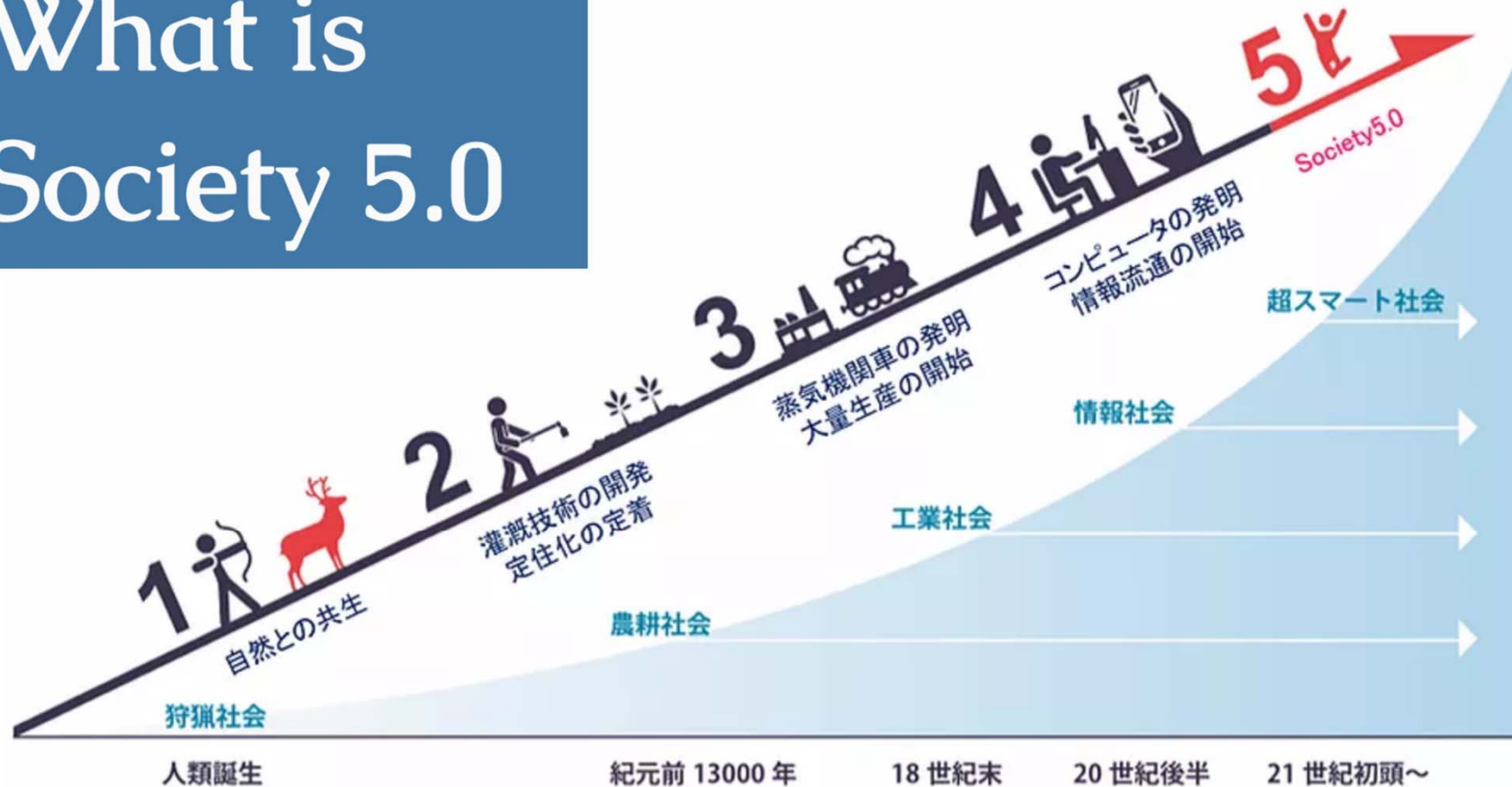


※社債旧時代、社債新時代は、「現代社債投資の実務」（徳島勝幸 著）より

- 社債発行企業の裾野拡大（上場企業は社債発行を）
- HY債市場の発達
- 国内クレジット市場の量的・質的拡大を実現へ

銘柄選択のパラダイムシフト

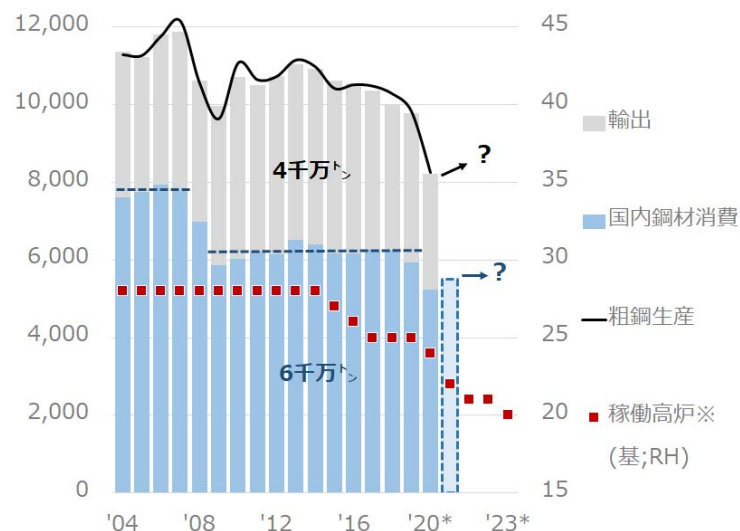
What is Society 5.0



出所：経団連HPより抜粋

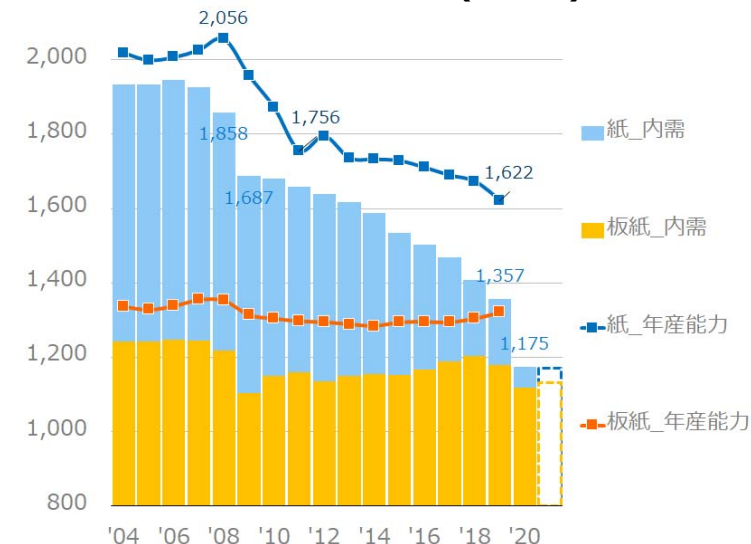
銘柄選択のパラダイムシフト

■ 国内粗鋼生産(万吨)と稼働高炉数



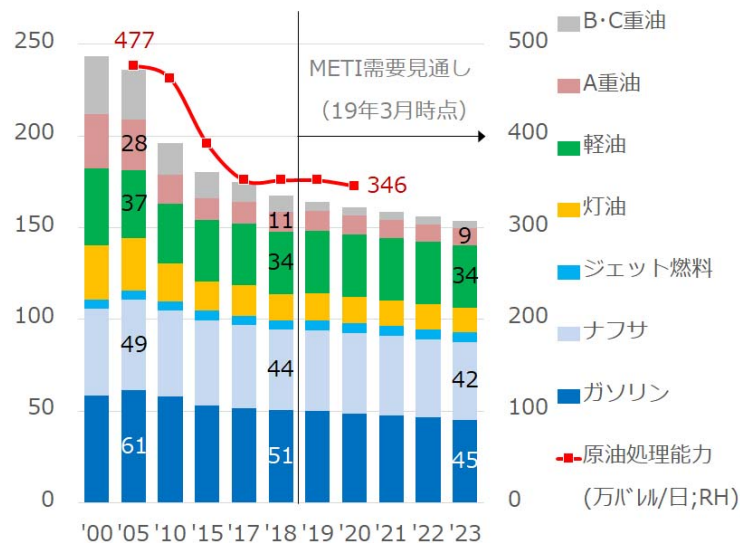
出所：日本鉄鋼連盟、各社資料より大和証券作成
*20年度以降は鉄鋼連盟予測、各社の計画を反映
※一時的に休止中の高炉は除外せず

■ 紙製品の内需と国内生産能力(万吨)



出所：日本製紙連合会より大和証券作成
2021年度の内需は同連合会の予測

■ 石油製品の内需(百万ℓ)と国内精製能力



出所：経済産業省、石油連盟より大和証券作成

銘柄選択のパラダイムシフト

➤ オールドエコノミー から ニューエコノミーへ

- 工業社会（Society 3.0）⇒情報社会（Society 4.0）⇒（Society 5.0）
- 社債は重厚長大・財閥系は過去に
- 近年の信用悪化企業（三井E&S、トクヤマ、東芝、神戸製鋼、タカタ、シャープ等）
- 日本製鉄 VS ソフトバンクグループ（含むソフトバンク）

➤ 既存銘柄は淘汰の波(含むコロナ禍)を乗り越えられる？

- ソニー、日立 VS シャープ、東芝
- 鉄鋼（高炉）、総合重機、自動車 etc.
- コロナ禍で表出した事業リスク増をどう見る？（空運、鉄道、旅行 etc.）

セクター別クレジット見通し（2020年度下期）

セクター	見通し	一行コメント
建設	➡ 安定的	コロナ禍の影響は限定的、採算重視の受注方針/良好な財務基盤に変化なし
食品（ビール）	➡ 安定的	CF重視の財務規律は不変/M&Aには留意/10月からの酒税改正に注目
紙・パルプ	➡ 安定的	値上げの効果は概ね持続/コロナ禍で加速した内需減への対応が焦点
化学（総合化学）	➡ 安定的	収益分散効果の強みを評価/事業PFやM&A投資で個別色強い事は意識すべき
石油	➡ 安定的	コロナ禍でも国内市場寡占化の効果は持続/投資余力確保の成否が関心事
鉄鋼（高炉）	🔻 ややネガティブ	外部環境・業績はボトムを打った可能性あるも、コロナ後の粗鋼生産レベルを注視
電機	➡ 安定的	収益性・CF重視の経営姿勢がクレジットを下支え/コロナ禍を踏まえた銘柄選別が重要
総合重機	🔻 ややネガティブ	民間航空機関連の需要が信用力の注目点
自動車	🔻 ややネガティブ	市場環境は回復傾向も、今後の回復ペースは緩やかになる公算
電力	➡ 安定的	原発再稼働進まず信用力の改善モメンタムは休止状態が続く
鉄道	🔻 ややネガティブ	コロナ禍による人の移動停滞に脆弱。需要の回復、業界・個社の対応見極めが必要に
海運	➡ 安定的	コンテナ船の業界規律に変化の兆し/環境急変での損失・財務毀損を回避する対応
空運	🔻 ネガティブ	新型コロナウイルスの影響長引き、事業環境に回復の兆し見えず
通信	➡ 安定的	新しい競争・事業環境への端境期が続く通信各社
卸売（総合商社）	➡ 安定的	事業環境に逆風残るが、改善した財務&財務規律が信用力の防波堤に
小売	🔻 ややネガティブ	コロナ禍は業態毎に異なる影響（百貨店を注視）/インバウンド消費は“消失”
大手銀行	🔻 ややネガティブ	与信先企業の信用リスクの高まりを警戒するのはこれから
大手生損保	➡ 安定的	引き続き、信用力は高く安定的と評価
リース	➡ 安定的	各社財務規律は概ね維持、航空機リース事業に留意
クレジットカード/消費者金融	➡ ややポジティブ	利息返還損失の収束期待/現金ベースでの収支改善期待
不動産	➡ 安定的	堅調なオフィス賃料/賃貸CFと各社手堅いレバレッジ運営が持続
REIT	➡ 安定的	オフィス系リートの実業/財務リスクは引き続き限定的
政府系機関	➡ 安定的	信用力は引き続き安定、新型コロナウイルスの影響を引き続き注視したい
地公体	➡ 安定的	財務は引き続き安定、コロナ禍の増発と大阪都構想の住民投票を注視

※シャドー部分は今回の改訂で見通しが変わった部分

商品性のパラダイムシフト

■ ESG (SDGs) 金融

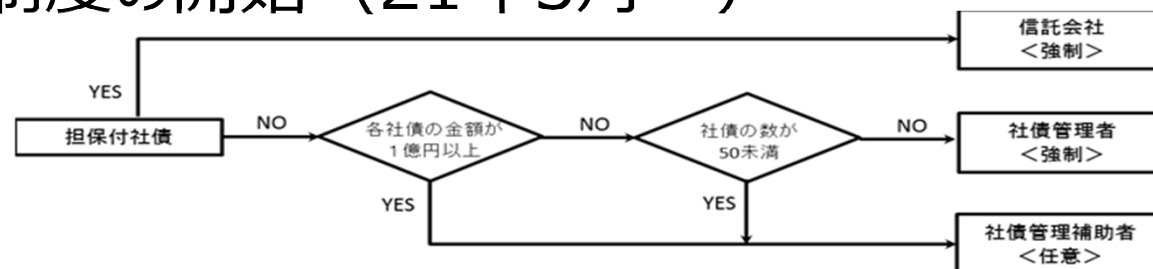
- ✓ グリーン/ソーシャル/サステナビリティボンド
- ✓ SDGリンク債
- ✓ トランジションボンド

■ メザニン化

- ✓ ハイブリッド証券（銀行⇒保険⇒事業会社⇒REIT？）
- ✓ ハイブリッド証券 & ESG金融
- ✓ IFRS上の会計資本（永久劣後債）

■ 社債管理の変化

- ✓ 社債管理補助者制度の開始（21年3月～）

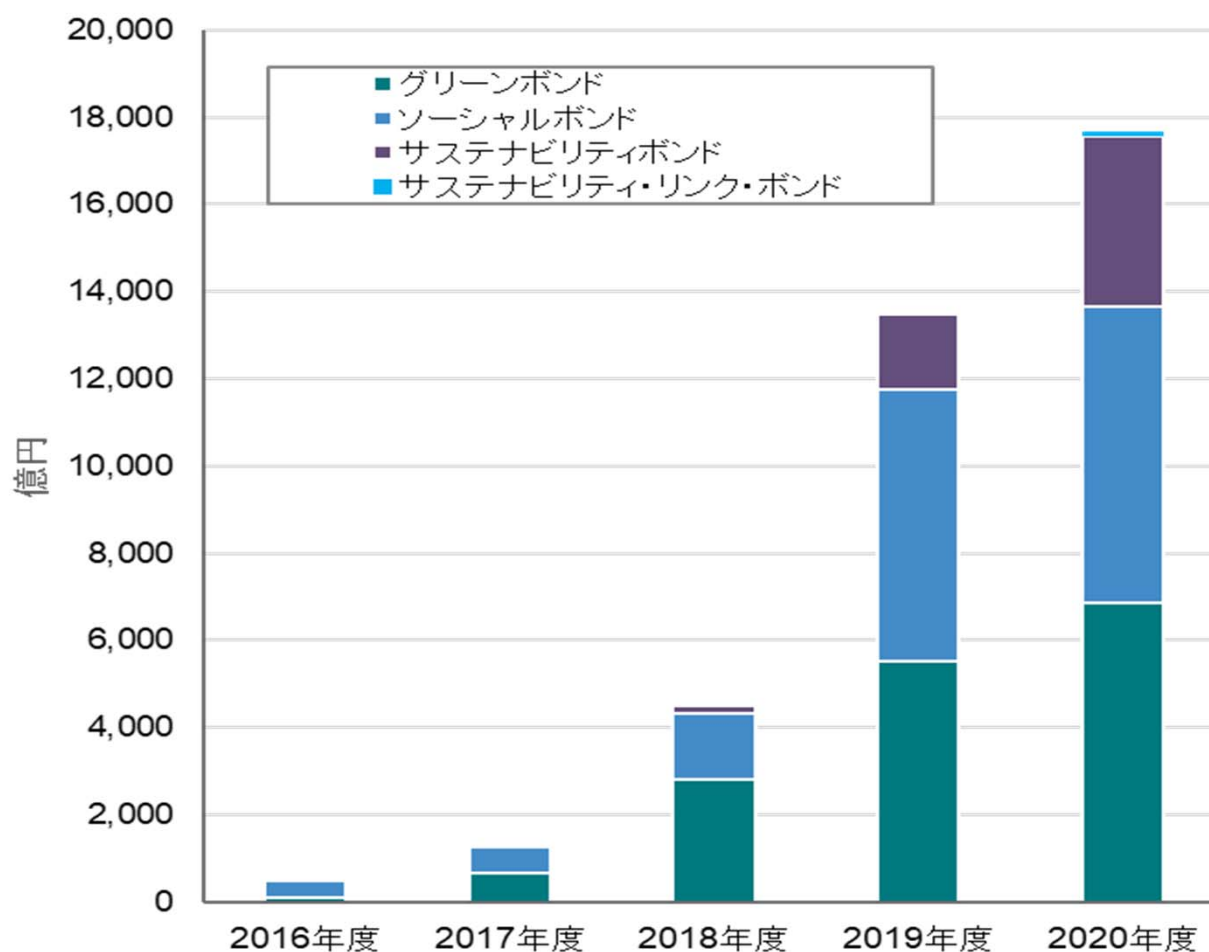


■ コバナンツの改善

- ✓ 銀行ローンのコバナンツの開示、社債へのコバナンツ付与はやはり必要

SDGs債の発行は拡大中

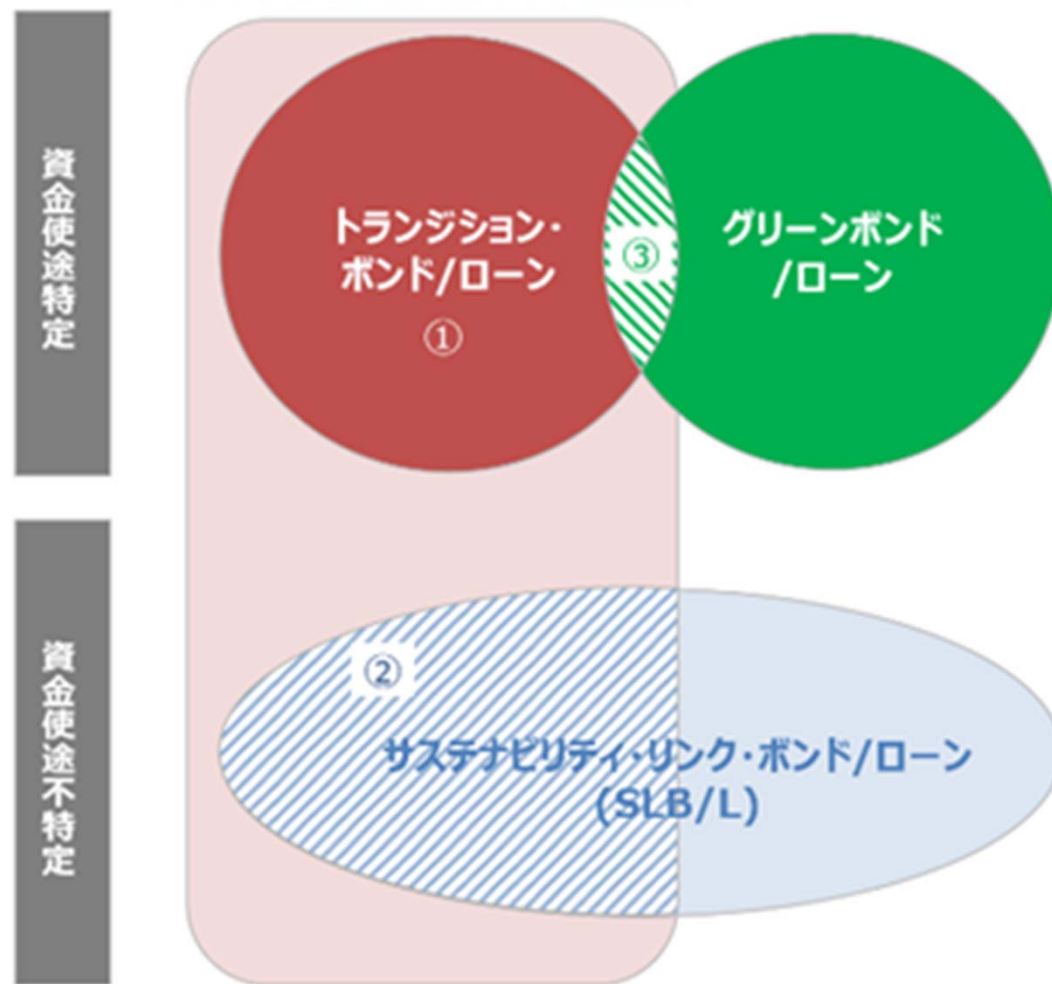
グリーンボンド⇒ソーシャル/サステナビリティボンド⇒SDGリンク債
そして⇒トランジションボンドへ



2020年度は21年1月15日条件決定まで
(出所) 大和証券作成

トランジションボンドのポテンシャル

トランジションファイナンス（概念）



■「トランジション・ファイナンス基本指針」が4月に策定予定（金融庁・経産省・環境省の検討会にて）

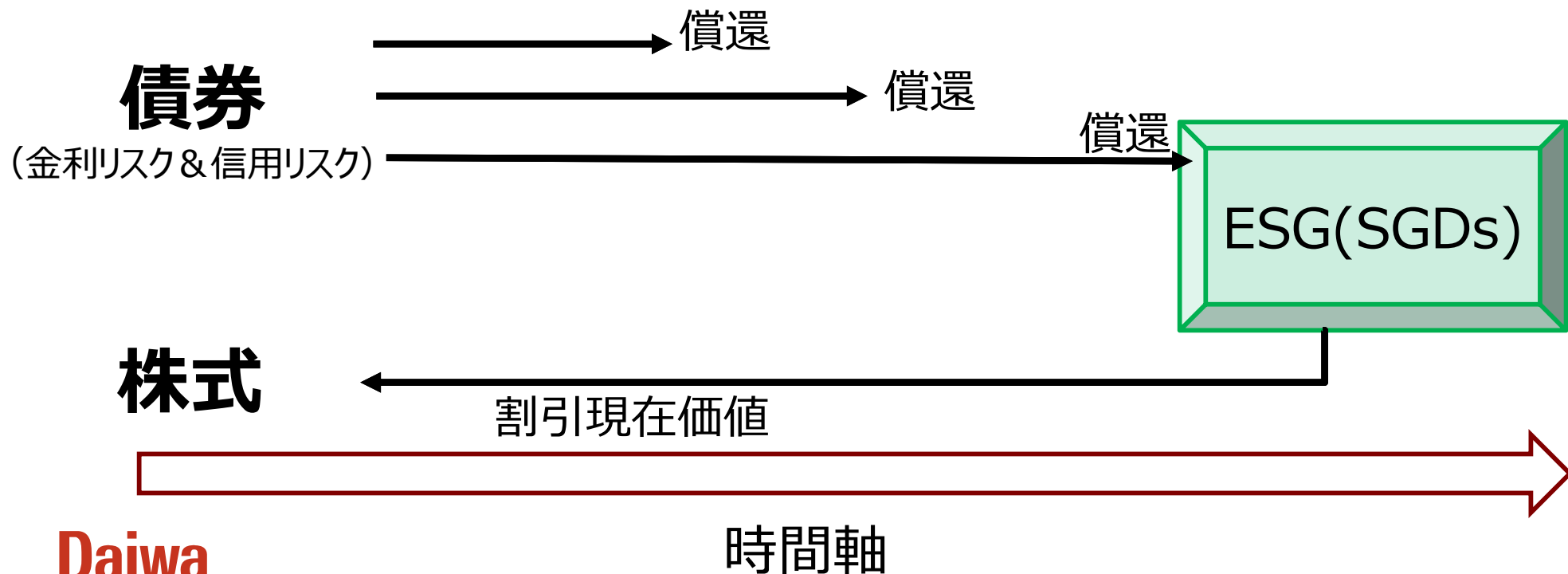
■ユーティリティー、エネルギー、鉄鋼などCO₂多排出産業部門は社債の主要発行体

■仏エネルギー大手Totalは今後の債券発行を全てサステナビリティ・リンク債とすると発表（2月9日）

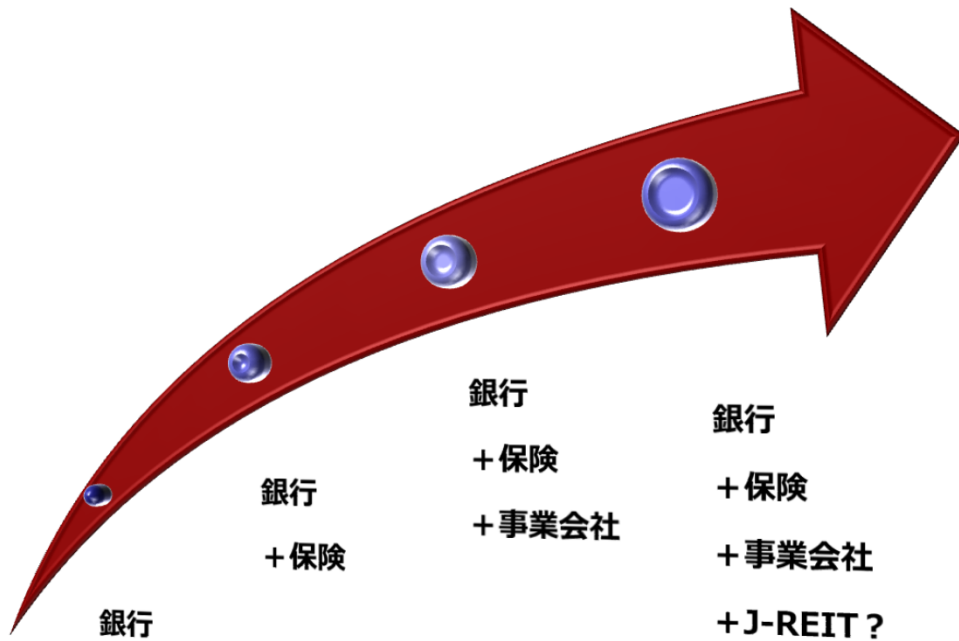
（出所）経済産業省、トランジション・ファイナンス基本指針骨子案から抜粋

ESG(SDGs) と債券投資

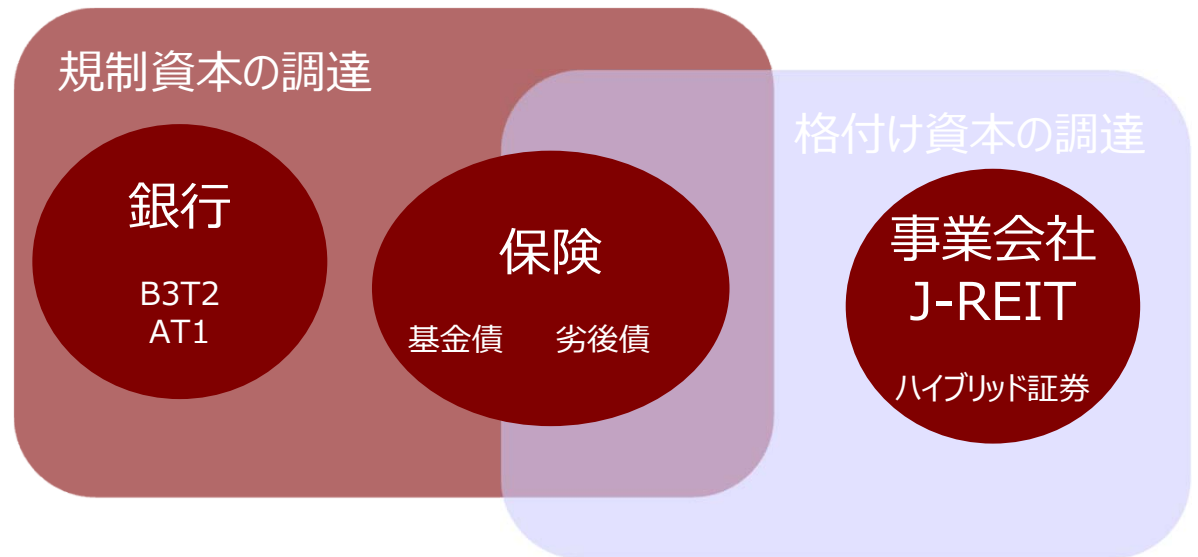
- 地球温暖化防止など社会的リターンの追及（欧州型）
or/and
- リスク抑制/金銭的リターンの追及（米国型）



ハイブリッド証券は成長領域



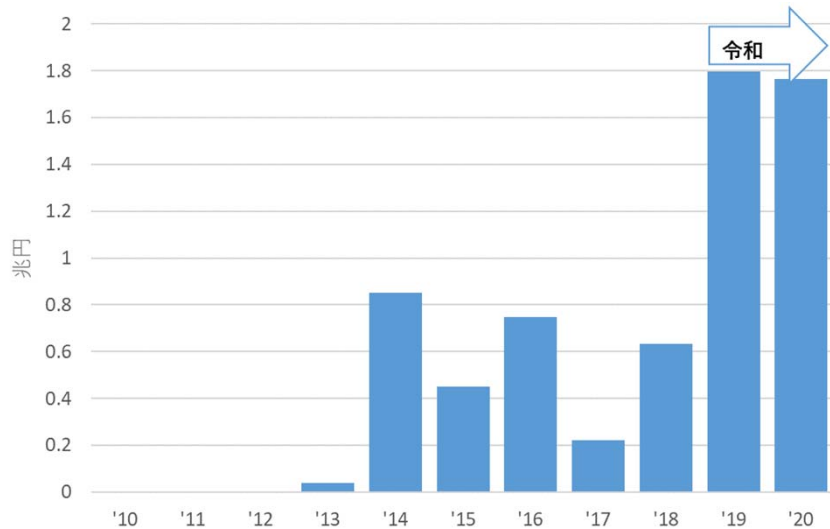
(出所) 大和証券作成



(出所) 大和証券作成

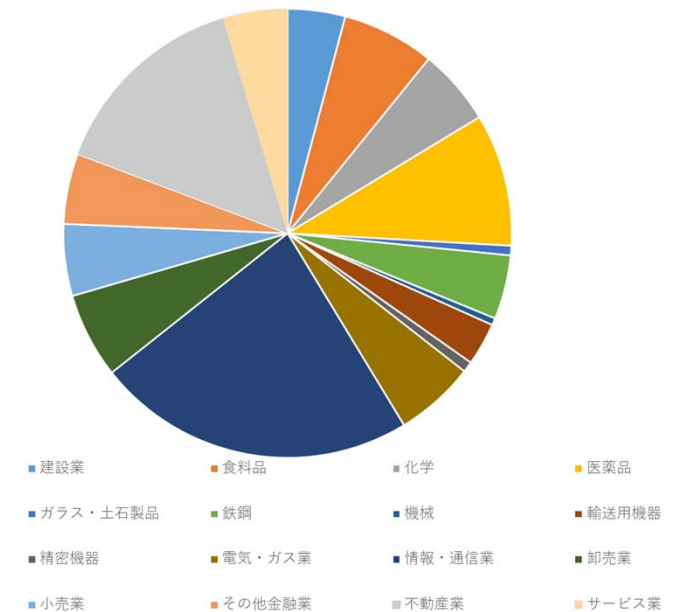
事業会社のハイブリッド証券発行は急拡大中

事業会社のハイブリッド証券の発行推移



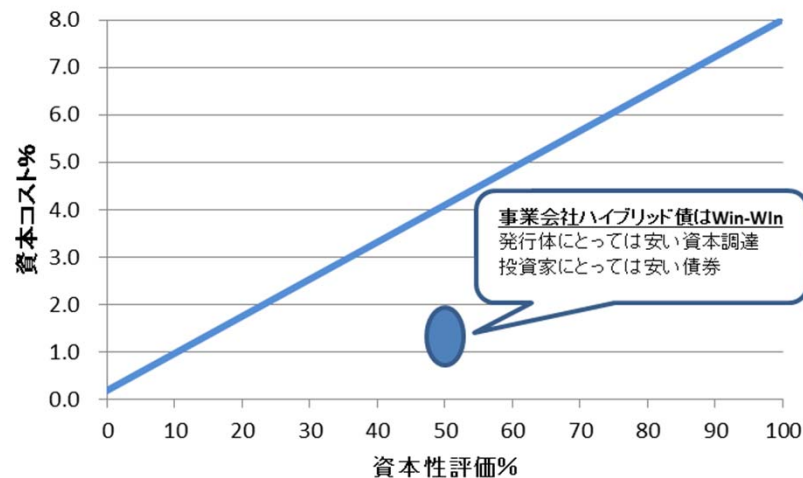
FY20は2月4日条件決定まで
(出所) 大和証券作成

事業会社のハイブリッド証券の業種別発行



(出所) 大和証券作成

資本性と資本コストの関係



事業会社ハイブリッド債はWin-Win
発行体にとっては安い資本調達
投資家にとっては安い債券

(出所) 大和証券作成

“Speak Out”(声を上げる) 対 金融庁

➤ 金融庁の規制変更（案）が冷や水に

- 国内基準行（≡地域金融機関）の事業会社のハイブリッド証券保有のリスクウェイト改訂方針が金融庁から発表された（2020年12月24日）
- 現在は債券格付けに応じたリスクウェイト（A格：50%、BBB格：100%）
- 2023年3月末（Day1）より既存保有分も含めリスクウェイト150%の方針

➤ 発行・流通市場への影響が懸念される

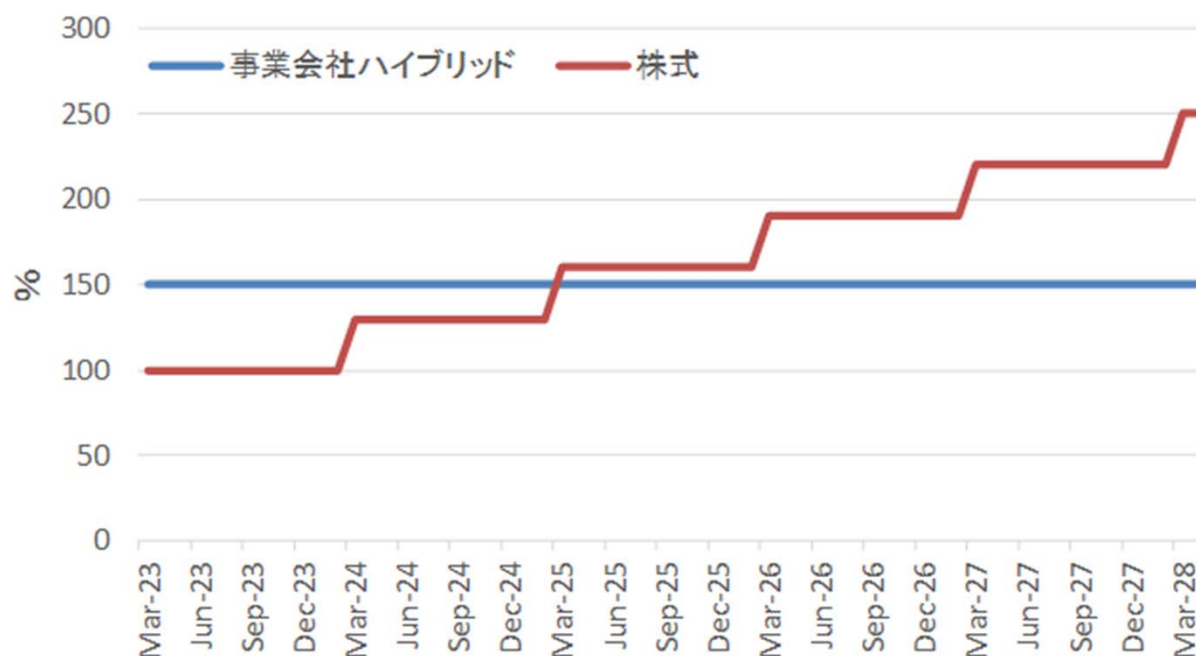
- 地域金融機関の需要減退
- 地域金融機関の需要を見越した他投資家の需要も減退する可能性
- 格付けの高いハイブリッド債の条件悪化（利回り上昇）
- 発行の鈍化も

“Speak Out”(声を上げる) 対 金融庁

➤ リスク選好を助長し兼ねない

- 負債性資本商品（ハイブリッド証券等）から株式へ
- ハイブリッド証券の投資は比較的リスクの高い（つまり格付けの低い）商品へ

株式・ハイブリッド証券（事業会社）のリスクウェイト



(出所) 各種資料より大和証券

“Speak Out”(声を上げる) 対 金融庁

➤ 今まさにハイブリッド調達・投資が求められている時

- COVID-19サイクルはソルベンシー局面（信用局面）
- 発行体（企業財務協議会）は金融庁ヘリスクウェイト変更に関し「バーゼルⅢ最終合意の国内実施規則案に対する意見書」を提出済み（2020年12月）

COVID-19サイクルでの6つの局面（氷見野金融庁長官作成資料を基に筆者が作成）



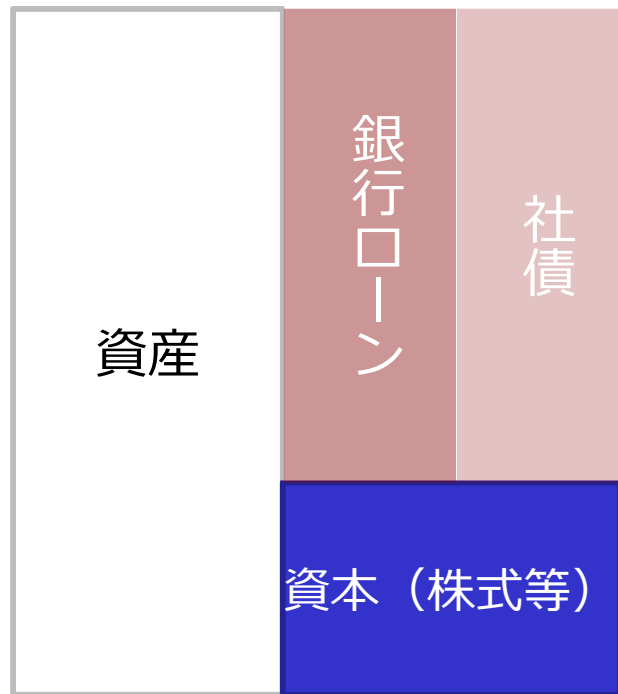
（出所）氷見野金融庁長官作成資料（Looking through the six phases of the COVID cycle）を基に大和証券が作成

“Speak Out”(声を上げる) 対 金融庁

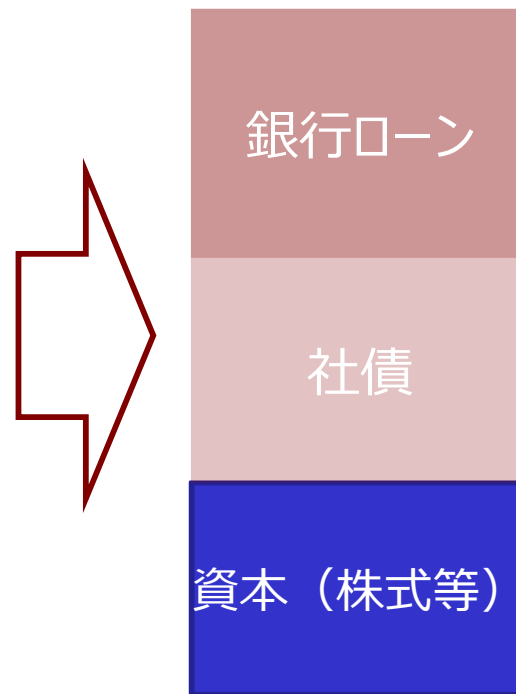
➤ 日本の場合、シニア・劣後のリスク差は大きくない

- 日本の場合、ローンと社債はパリパスではない
- シニア債と劣後債のデフォルト時損失率差は大きくない

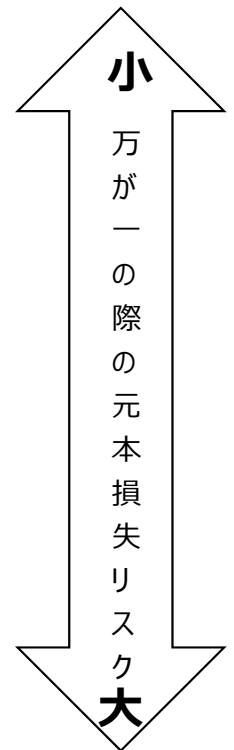
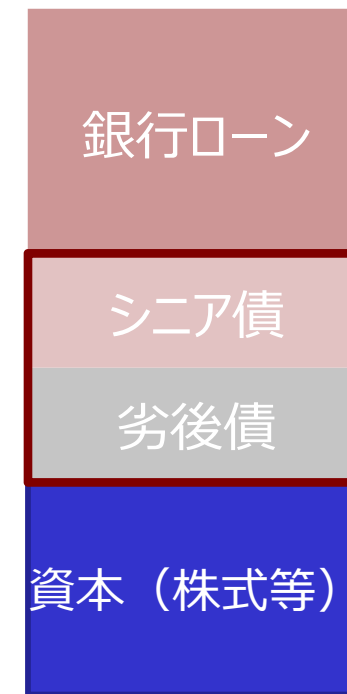
平時



信用力悪化時

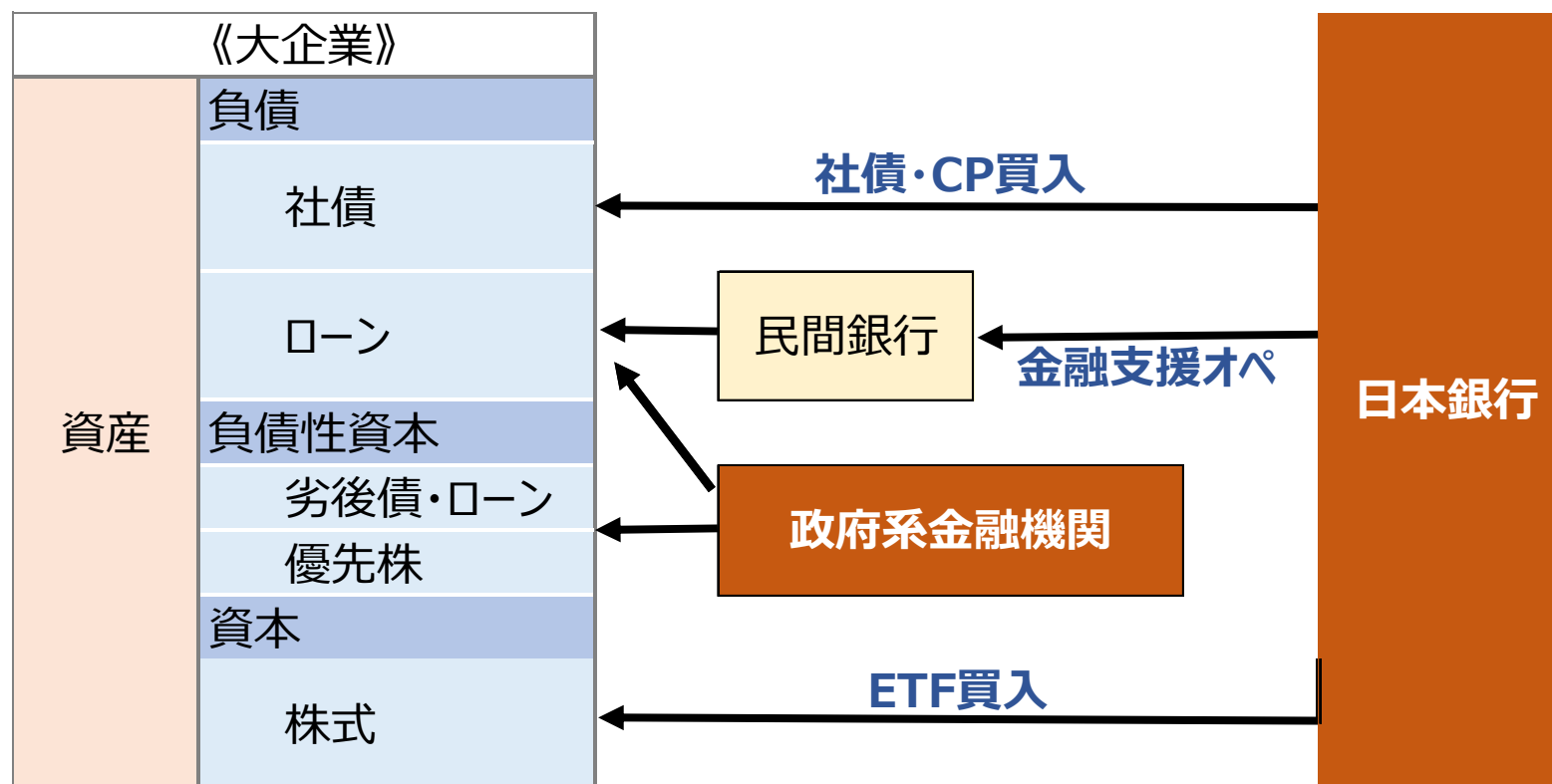


劣後債があると



コロナ禍で過剰な政策支援（対大企業）

- 政府（財政当局）＋日銀（金融当局）の対大企業金融支援は過大
- 社債買入は一部投資家への補助金と化し、危機対応融資は過大予算

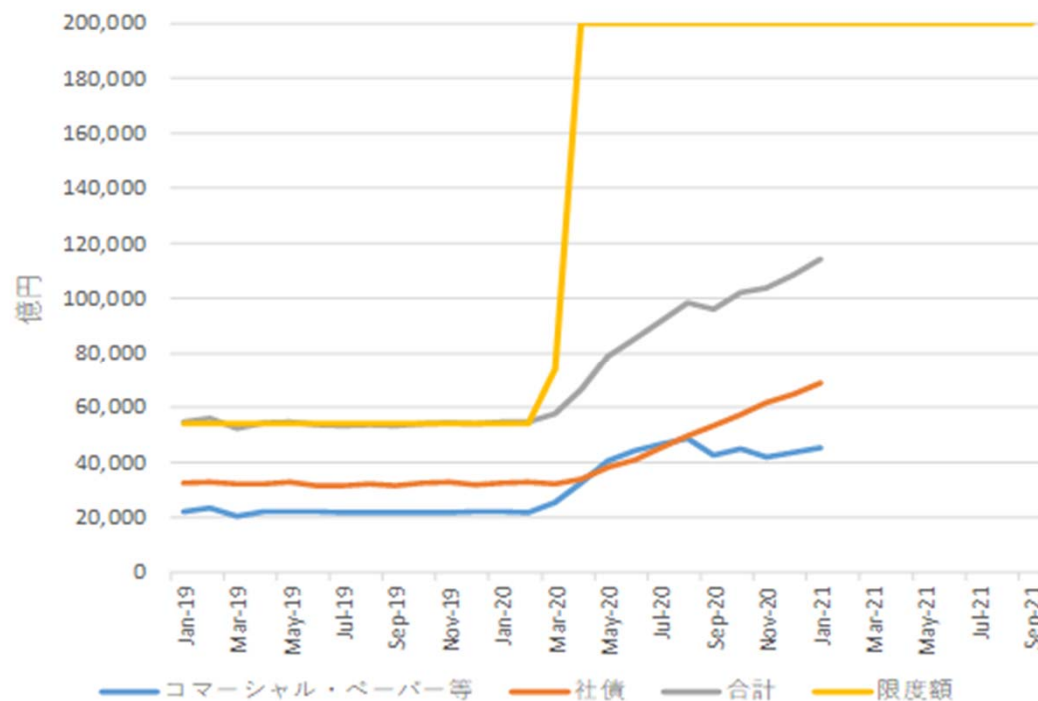


出所：各種資料より大和証券作成

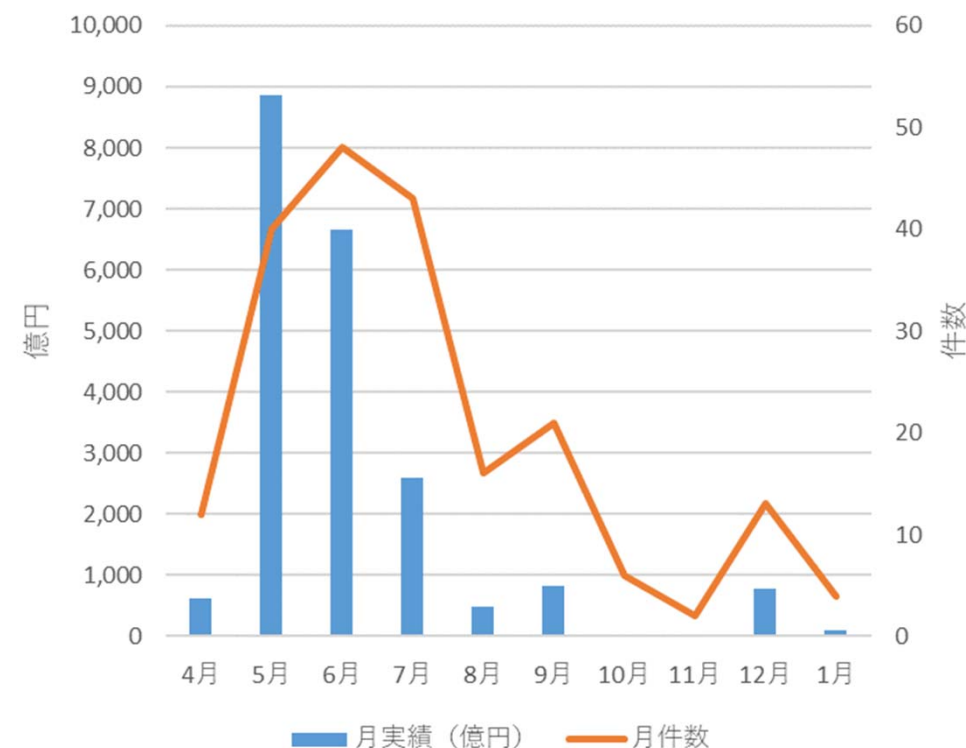
コロナ禍で過剰な政策支援（対大企業）

- コロナ禍での企業リスクの高まりは大企業より中小企業、全産業より特定産業（特に対面サービス）

日銀のCP・社債買入れによる保有残高と限度額



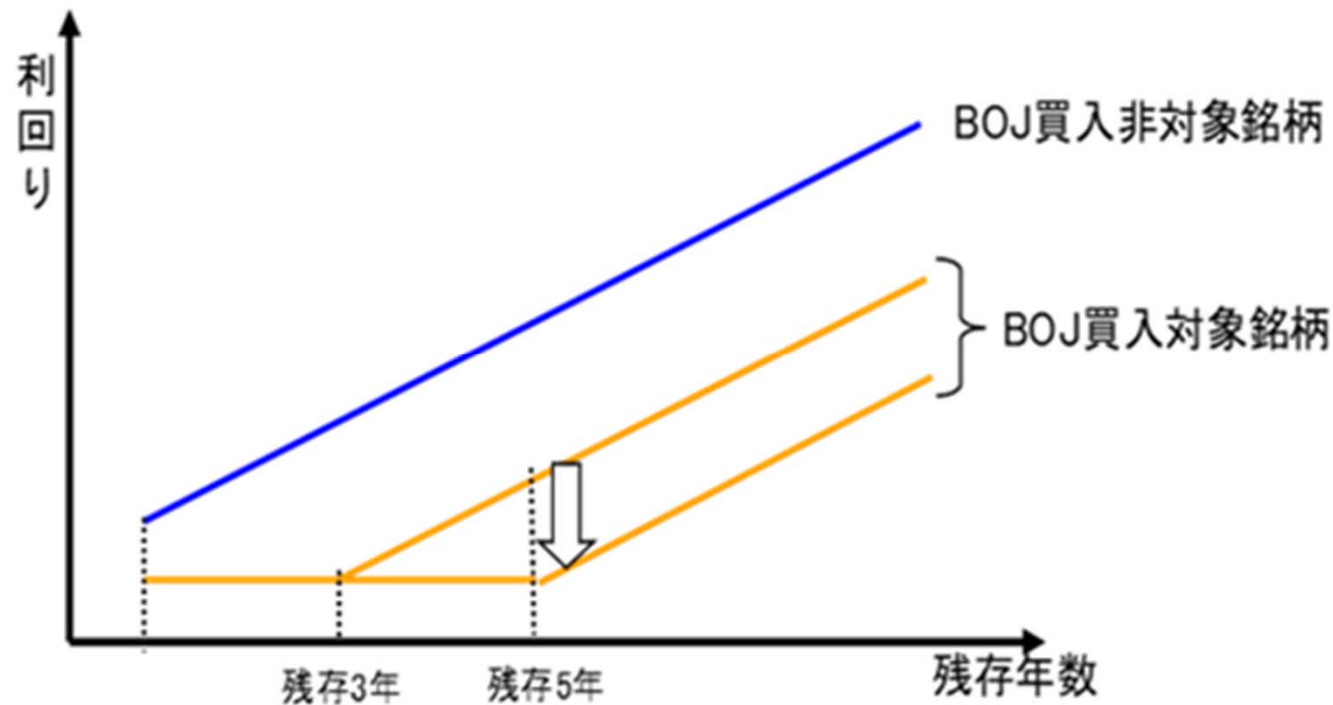
DBJ危機対応融資実行額



“Speak Out”(声を上げる) 対 日銀

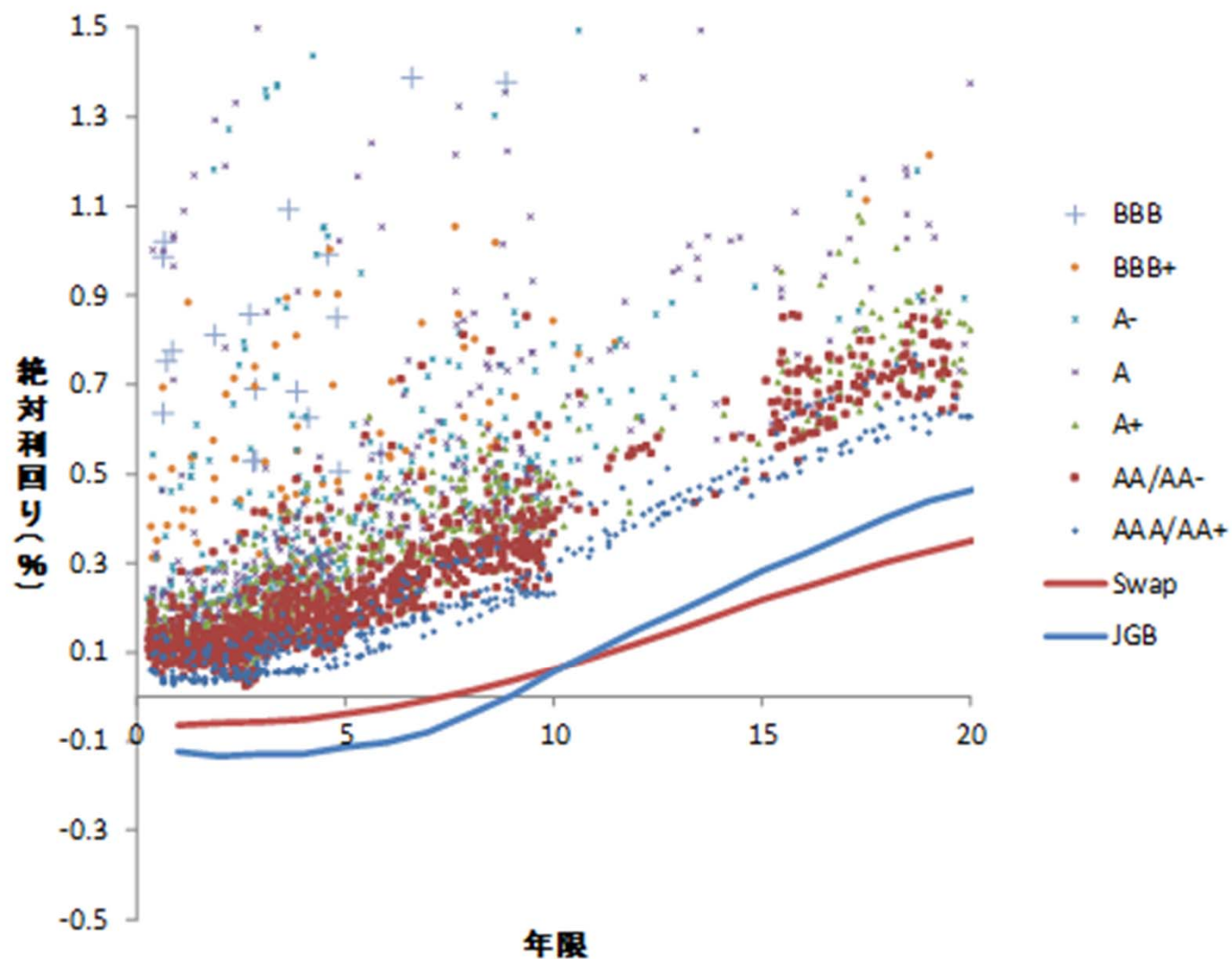
- 社債買入は道具箱へ戻すべき
- 続けるなら、購入範囲・手法・情報開示の改善を

社債買入オペによる社債利回り変化（模式図）



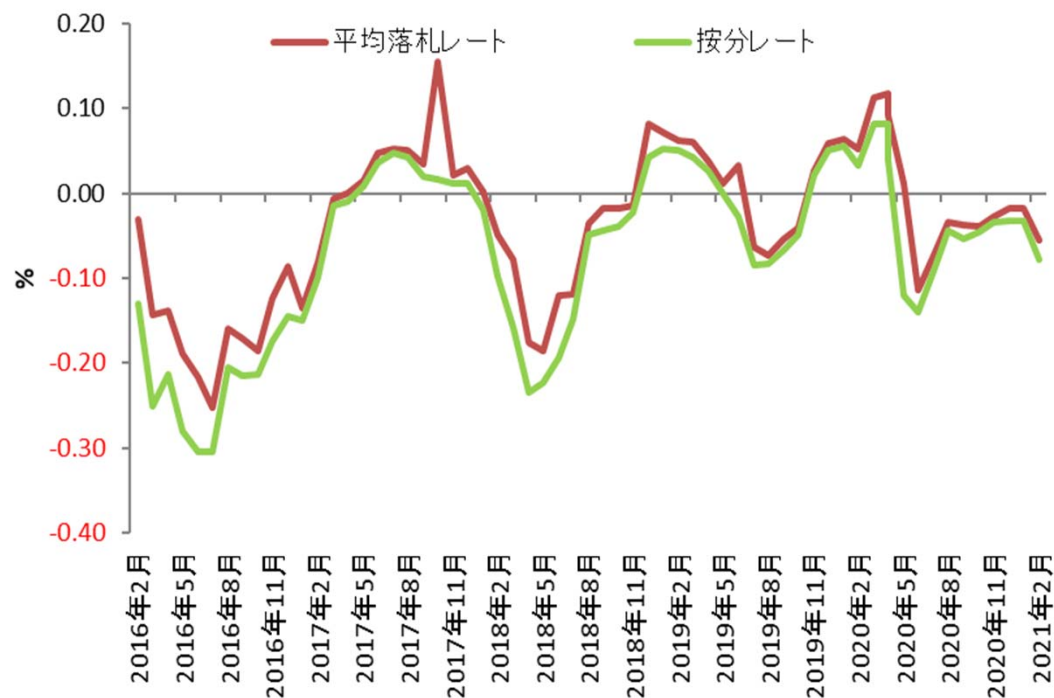
国内クレジット市場

各債券の利回り水準 (2021年1月29日時点)



“Speak Out”(声を上げる) 対 日銀

日銀社債買入れ（1-3年）の落札レート



日銀社債買入れ（3-5年）の落札レート



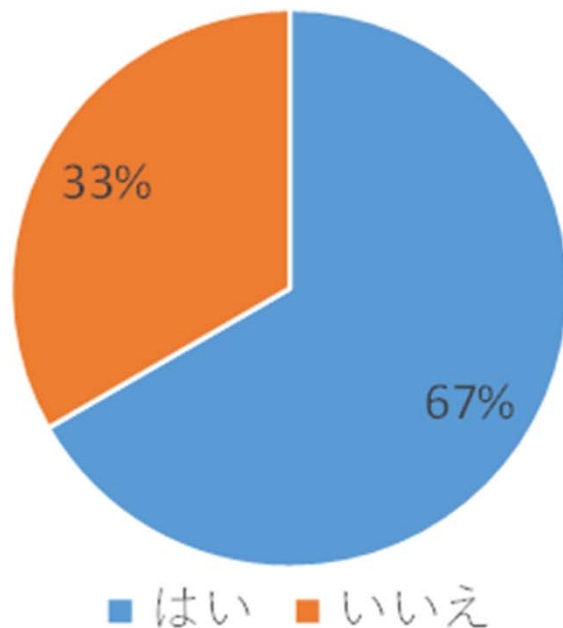
出所：日本銀行より大和証券作成

“Speak Out”(声を上げる) 対 格付け会社

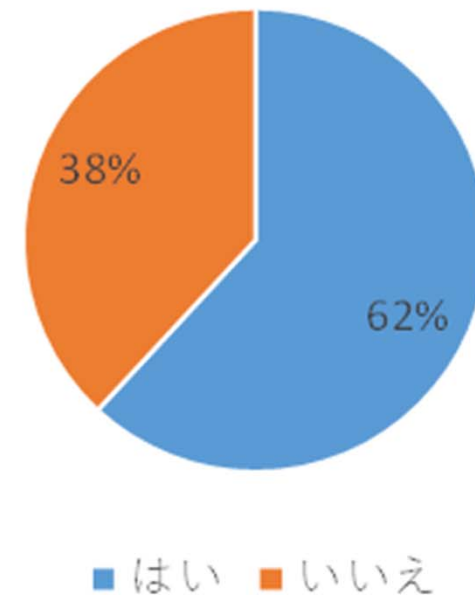
➤ MDYのソフトバンクG勝手格付け放置問題

- SBGによる依頼格付け取り下げ後（昨年3月）も勝手格付けを付与し続けている
- MDYの勝手格付け付与方針から見ても理解できない
- 投資家向けにアンケートを実施した（今年1月）

MDYはSBGの勝手格付けを取り下げるべきだと思うか？



依頼格付けを投資判断・リスク管理に使っていた投資家の左記質問への回答



“Speak Out”(声を上げる) 対 格付け会社

➤ R&IからのANAホールディングス増資に関する示唆情報

- ANA の資本政策（増資）実施とその時期に関し、同社に格付けを付与するR&I から、2 つの「示唆情報」が出ていた
- **増資の実施に関して**⇒昨年8 月24 日にR&I は、日本航空（JAL）のアウトルックを「安定的」から「ネガティブ」に引き下げた一方で、ANA （当時のR&I 格付けは、「A-/ネガティブ」）については、何のアクションも取らなかった
- **増資の時期に関して**⇒空運セクターのセミナー実施日を、当初予定の2020年11月26 日（木）から、12 月2 日（水）にご丁寧にもスケジュール変更した（尚、公募増資の発表は2020年11月27日）

国内クレジット市場見通し

➤ 国内クレジット市場は海外に比し安心感高い

- グローバルな金融緩和は継続 & 政府・日銀が企業金融支援
- 社債発行企業のクレジットファンダメンタルズはまだ良好（減益だが低レバレッジ）
- 利回り確保にクレジットの活用は欠かせない

➤ リスク要因は海外に（欧米 & 中国など新興国）

- 金融緩和が素直に信用緩和に結びついており、クレジットサイクル転換のマグマをため込む海外クレジット市場
- 国内への影響は内外クレジット市場のゲートウェイであるCDS市場を通して
- 海外要因で国内クレジット市場が崩れた場合は、国内クレジット投資のチャンスに

クレジットスプレッドの変動要因

クレジットSpd = 信用リスクプレミアム + 流動性プレミアム

➤ クレジットファンダメンタルズ（信用）

➤ コロナ禍での企業リスクの高まりは大企業より中小企業、全産業より特定産業（特に対面サービス）

➤ 需給（流動性）

➤ これから数年は社債発行＞償還を予想するがクレジット需要は湯水のように湧いてきそう

➤ 金融政策（流動性）

➤ マイナス金利・ゼロ金利政策の解除は当面見通せない

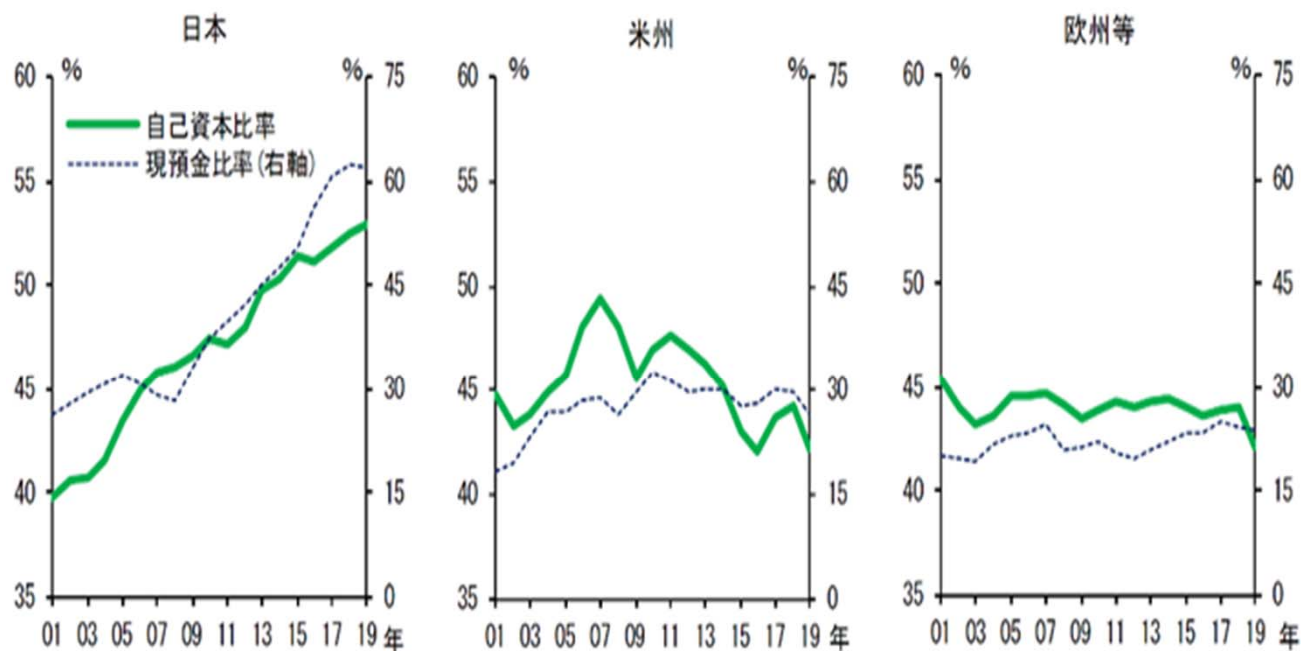
➤ 海外要因（信用 & 流動性）

➤ 欧米・新興国にクレジットリスクの地雷は埋まっている

日本企業と欧米企業のリスクの違い

- 長引く金融緩和が素直に信用緩和に結びついている欧米・新興国
- 長引く金融緩和でも財務を改善してきた日本企業
- 日本銀行は上記違いを「金融システムレポート」で指摘

地域別の企業の自己資本比率と現預金比率



(注) 「自己資本比率」、「現預金比率 (= 現預金等 / 流動負債) 」は、S&P Capital IQに含まれる主要企業の財務情報を集計 (中央値)。
(資料) S&P Global Market Intelligence

クレジットアナリストから見た新型コロナウイルス問題

<問題の本質は欧米・新興国のクレジット問題>

➤ 必要条件である「**過剰債務**」の存在は満たされている

- 今回は、長引く金融緩和が素直に信用緩和に結びついた欧米・新興国で過剰債務が溜まっている
- 日本の金融危機（過剰な不動産融資）、金融危機（過剰なサブプライムローン）、欧州債務危機（ギリシャなど一部国家の過剰債務）

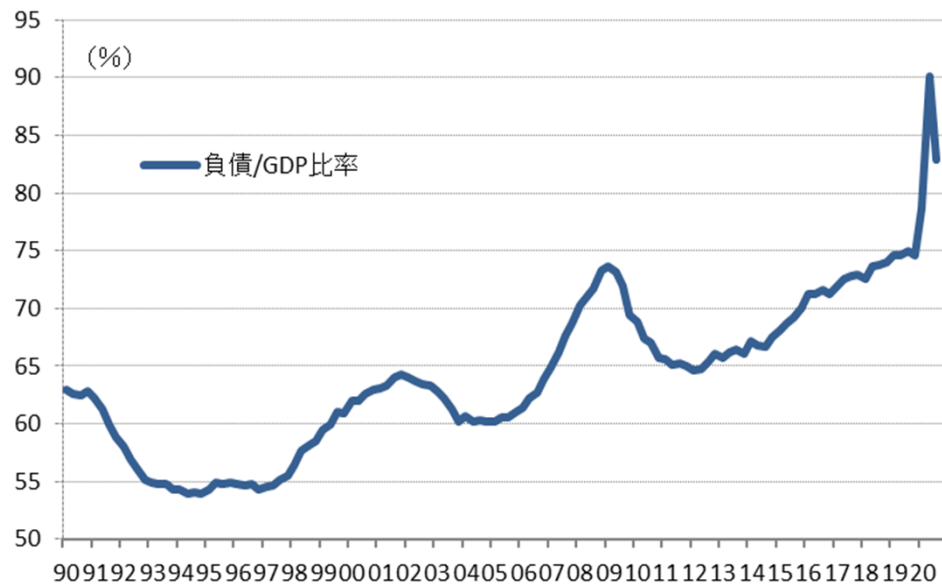
➤ 危機発生の必要十分条件は「**過剰債務**」+「**政策の失敗or必然**」

- 今回はまだ、「政策の失敗or必然」は起きていない
- 日本の金融危機（不動産融資総量規制）、金融危機（リーマンの破綻）、欧州債務危機（ギリシャ国債損失の民間負担）

欧米国企業のクレジット

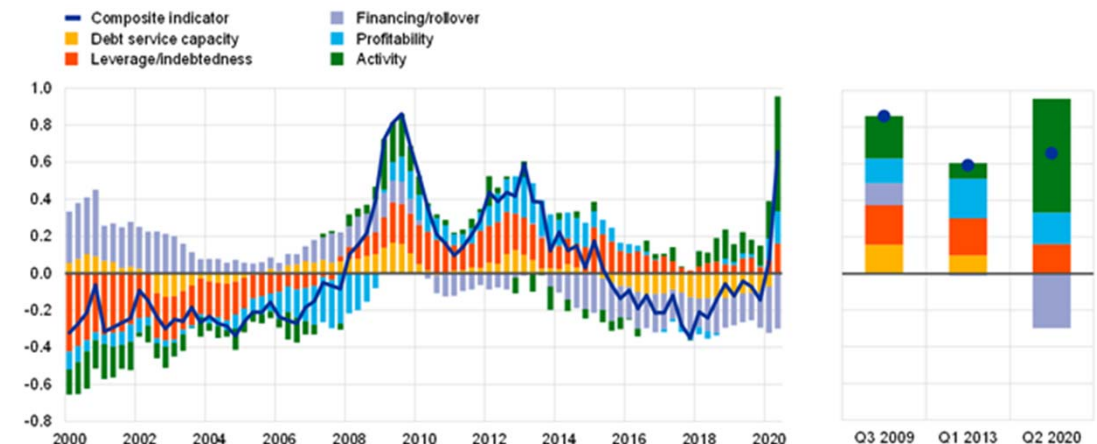
- 米国企業の負債/GDP比率は金融危機時をはるかに超える水準
- 欧州企業の脆弱性は、欧州ソブリン危機以上、グローバル金融危機以下

米国企業の負債/GDP比率



欧州企業の脆弱性に関する総合指数とその寄与度

(Q1 2000-Q2 2020, z-scores)



Sources: Eurostat, ECB, IHS Markit and ECB calculations.

地域別クレジット比較（企業・銀行・ソブリン）

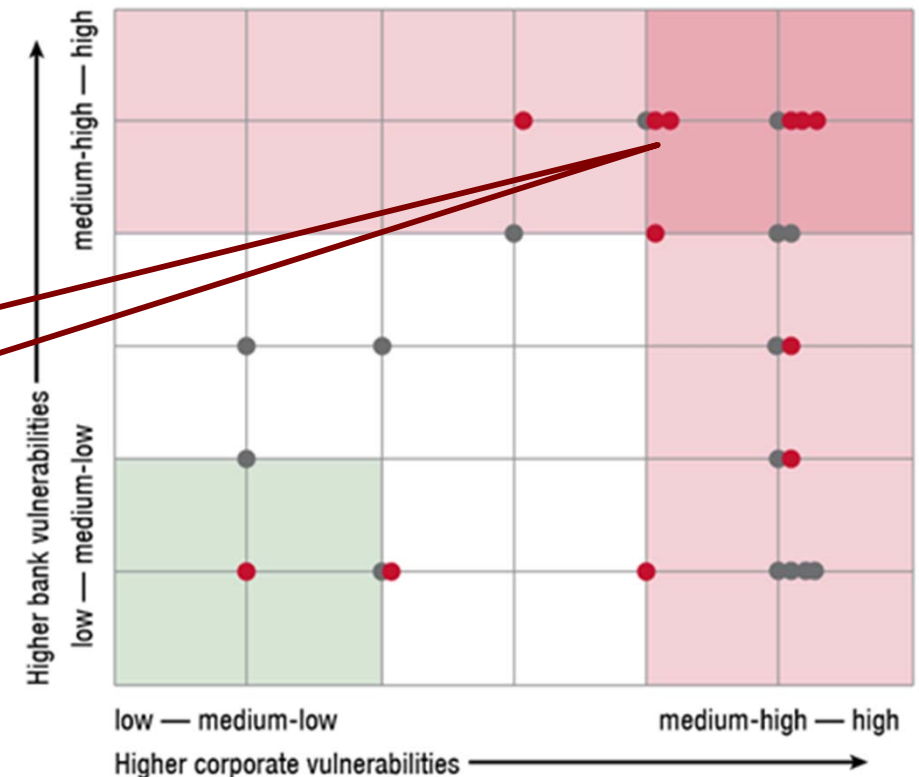
地域	企業	銀行	ソブリン
日本	○	○	△
米国	△	○	○
欧州	△	△	△
新興国	△	△	△

○ 安心感あり
△ 不安あり

- IMFによるトリプルリスク（企業/銀行/ソブリン）国
ポーランド、トルコ、ロシア、オーストリア、
フィンランド、アイルランド
- 同ダブルリスク（企業/銀行）国
中国、ドイツ、ブラジル、香港

企業/銀行/ソブリンの脆弱性
（図表右上に位置する赤丸6か国がトリプルリスク国）

2. Corporate, Bank, and Sovereign Vulnerabilities in the S29 Countries
(based on the data underlying Figure 1.9; red dots denote countries with medium-high or high sovereign vulnerabilities)



出所：2020 年10 月版「国際金融安定性報告書」から抜粋

「政策の失敗or必然」 ウォッチを

<既に未遂事件は起きている（何れも昨年11月）>

➤ FRBの社債買入れの終了

- ムニューシン前米財務長官による、社債買入れ（PMCCF、SMCCF）プログラムの終了通告
- 施策終了は尚早だし、政権交代への当てつけと言う政治的意図も見え隠れした

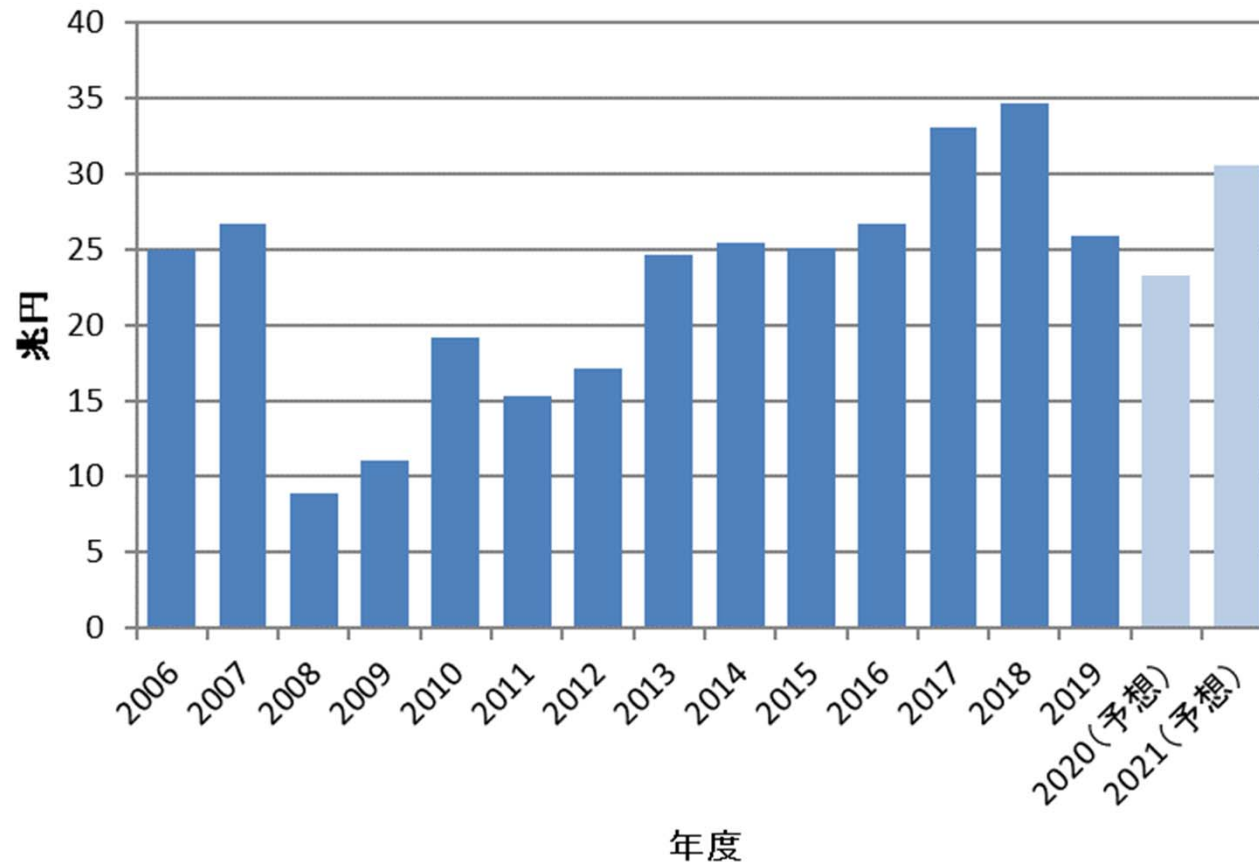
➤ G20による低所得国債務整理の共通枠組み合意

- 民間債権者に少なくとも公的債権者同程度の債務削減措置を求めることが盛り込まれた
- 欧州ソブリン問題は、ギリシャの債務再編に際して、公的債権者のみならず、民間債権者にも応分の負担を強いたこと（PSI：民間債権者の関与）がきっかけで拡大した事が思い出される

国内クレジットファンダメンタルズ

- FY19は減益、FY20も減益予想も、利益の落ち込みは比較的軽微

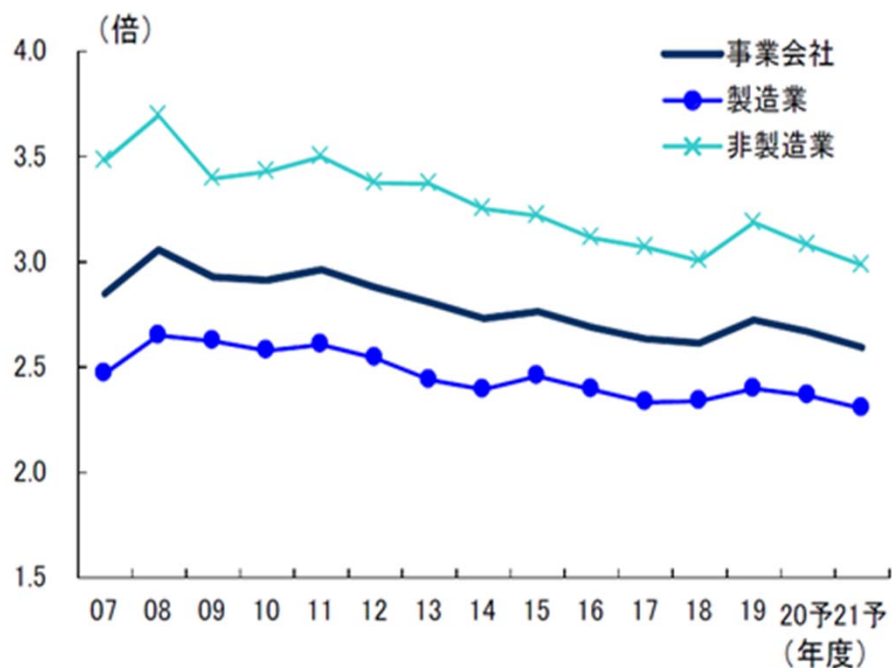
大和集計（日経225除く金融ベース）の経常利益推移と予想



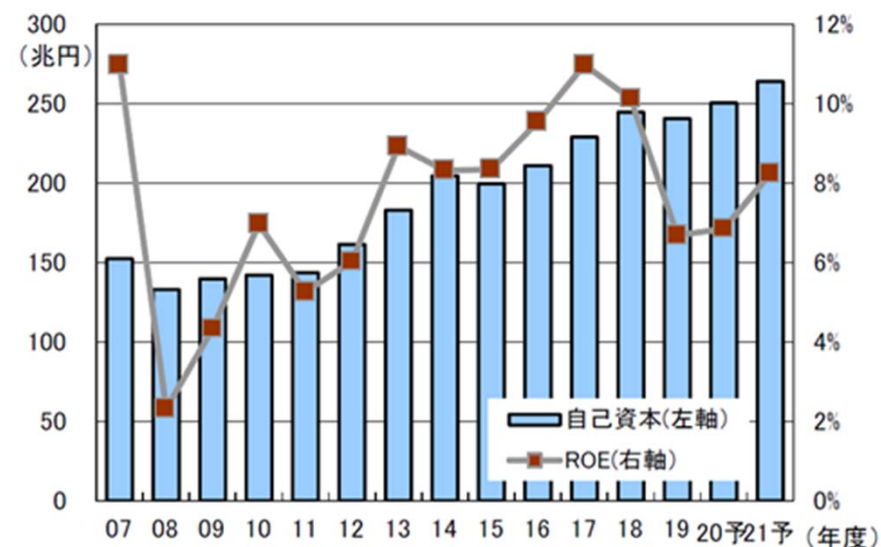
国内クレジットファンダメンタルズ

- 日本企業の財務レバレッジは一旦足踏みも再度低下傾向へ
- ROE改善のための株主還元から、B/S防衛へ

財務レバレッジ（総資産/自己資本）の推移



大和200の自己資本とROEの推移

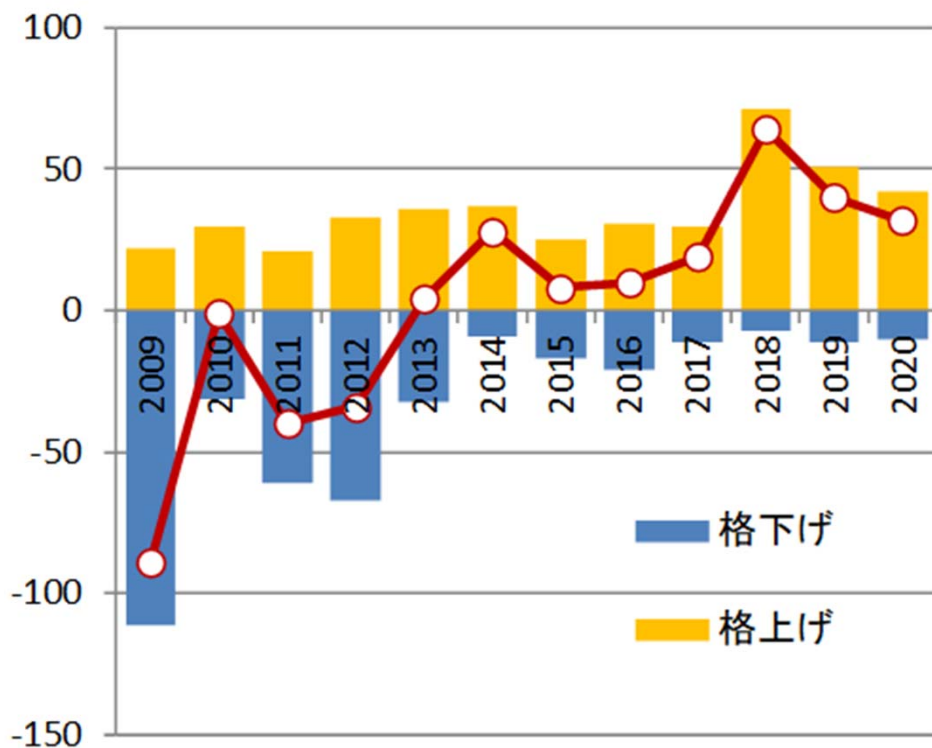


注：ROEは期末自己資本を用いて計算。2020～2021年度の期末自己資本は、前期末自己資本＋予想税引利益－予想配当金総額

国内クレジットファンダメンタルズ

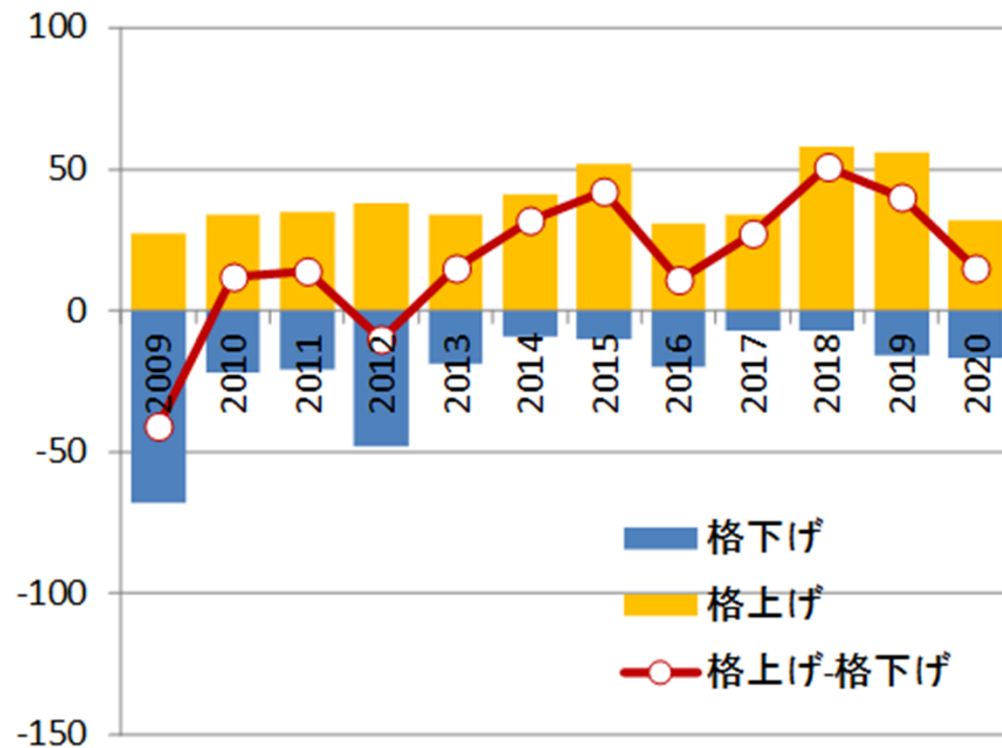
- 日本企業の格付けはコロナ禍にあっても格上げ超

R&I の格付け動向（国内信用格付け）



出所：R&Iより大和証券

JCR の格付け動向（居住者長期格付け）



出所：JCRより大和証券

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、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。

格付業者について

<スタンダード・アンド・プアーズ>

○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・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・デリジュエ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、2017年3月7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.moody's.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4月16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: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/site/japan>)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。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、2019年9月27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。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上

0710-1511 02.02 2020.02

開示事項

【利益相反関係の可能性について】

大和証券は、このレポートに記載された会社に対し、投資銀行業務に係るサービスの提供、その他の取引等を行っている、または行う場合があります。そのような場合には、大和証券に利益相反が生じる可能性があります。

【当社及び大和証券グループについて】

大和証券は、^(株)大和証券グループ本社の子会社です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。

【個別銘柄に関するその他の開示事項】

1) 2016年4月26日、大和証券(「当社」)及び当社の親会社である株式会社大和証券グループ本社(以下、大和証券グループ本社)とGMOフィナンシャルホールディングス株式会社(以下、GMOフィナンシャルHD)及び同子会社のGMOクリック証券株式会社(以下、GMOクリック証券)は、4社の間で、業務提携に関する基本合意書を締結しました。

大和証券グループ本社は、GMOフィナンシャルHD株式の発行済株式総数の約9.3%を保有しています(2017年12月末時点)が、大和証券グループ本社は、業務提携の進捗および成果等を踏まえ、将来的にはGMOフィナンシャルHD株式を本件取得との合計で発行済株式総数の20%を目途に追加取得する可能性があります。

2) 下記の不動産投資信託の資産運用会社である大和リアル・エステート・アセット・マネジメント株式会社は、大和証券グループ本社の子会社です。大和証券オフィス投資法人(8976)、大和証券リビング投資法人(8986)。

3) サムティ・レジデンシャル投資法人は2019年9月10日付で株式会社大和証券グループ本社の連結子会社となりました。

4) 株式会社大和証券グループ本社は、2019年5月30日付でサムティ株式会社と資本業務提携契約を締結し、2019年6月14日時点でサムティ株式会社の発行済株式総数の16.95%及び新株予約権付社債(額面100億円)を保有しています。当該新株予約権がすべて行使された場合、保有割合は27.28%になります。

5) 大和証券グループ本社とクレディセゾンは、2019年9月5日付で資本業務提携契約を締結しました。大和証券グループ本社は、クレディセゾンの普通株式について、2019年7月31日現在の発行済株式総数(自己株式を除く)の5.01%を上限に取得する予定です。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- ・株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.97200%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- ・株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- ・信用取引を行うにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- ・債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、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。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。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。

ご投資にあたっての留意点

- ・取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- ・外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108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

FICC Research Staff
Directory **2021**
FICCリサーチスタッフ・ディレクトリー

Daiwa Securities Co.Ltd.

ご挨拶

日頃より当社の金融市場部門リサーチをご利用いただきまして、誠にありがとうございます。
2020年はオリンピック・パラリンピックが東京で開催され明るい年になると確信していましたが、突然の新型コロナウイルスの感染拡大で見通しは一変しました。ワクチン開発実現の期待は高まるものの、欧米も含め日本でも冬を迎え感染は再拡大しており、収束の兆しは見えていません。

コロナショックで世界経済はリーマンショック時を上回る停滞に見舞われ、金融市場も一時は流動性危機が心配される状況になりました。幸い、各国金融・財政当局の迅速な政策対応で市場は落ち着きを取り戻しましたが、今後はソルベンシー局面への備えも必要になる可能性もあります。

米国もゼロ金利に突入し、グローバルな金利環境は、Low for LongからLower for Longerと言われるようになり、金融緩和と積極財政のポリシーミックスが暫く続くことになりそうです。一方で、リスク資産のバブル化や財政悪化の懸念も同時に増すことになりそうです。

日本では最長の政権期間を誇った安倍首相が突然辞任、菅新政権が誕生しました。そして米国も、トランプ氏からバイデン氏への政権交代が実現しそうな情勢です。また、Brexitも未だ先行きが不透明な状況です。経済・金融環境のみならず、政治の行方も決して見通し易い状況とは言えません。

こうした不透明感漂う状況下ですが、コロナを乗り越え、来年は東京で賑やかにオリンピック・パラリンピックが開催されると信じています。

そんな中、投資成果実現に向けた金融市場の羅針盤となり得るのは、信頼に足るリサーチ情報だと確信します。当社の金融市場部門リサーチは、時流に影響されることなく、一次情報に基づいた的確な分析と深い洞察力で、投資家の皆様に、タイムリー且つ有用な情報・分析をお届けしていると自負しております。投資家の皆様に選ばれ、活用されるリサーチハウスとして認知され続けるために、本ディレクトリー掲載の各エコノミスト、ストラテジスト、アナリストが不断の精進を続けていく所存です。

当社の金融市場部門リサーチを今後一層ご活用いただけますようお願い申し上げます。

2020年12月
大和証券株式会社
常務取締役 金融市場担当

姜 昇 浩



Greetings from Daiwa Securities

December 2020

We would like to convey our sincere gratitude for your regular reliance on our financial market research information.

We were certain that 2020 would be a positively memorable year with the holding of the Tokyo Olympic and Paralympic Games, but the outlook completely changed as a result of the unexpected COVID-19 crisis. Although expectations for the realization of vaccine development are increasing, not only Japan but also Europe/US are facing follow-on surges of COVID-19 cases with winter approaching. There are no signs of the pandemic ending.

The COVID-19 crisis has led to a global economic slump worse than the one that followed the global financial crisis, and a liquidity crisis was a concern in the financial markets at one point. Fortunately, quick policy responses by monetary and fiscal policymakers in major countries helped stabilize financial markets. Preparations for a phase of solvency are likely to be needed, though.

With US yields also down to close to 0%, the global environment is now characterized by "lower for longer" rather than "low for long" interest rates and a likely continuation of the mix of accommodative monetary and expansionary fiscal policies. At the same time, though, concerns about a bubble in risk assets and fiscal deterioration could rise.

The sudden resignation of Shinzo Abe as prime minister, Japan's longest-serving one, led to the formation of the Suga administration. In the US, the transition from the Trump administration to the Biden administration is to be made. Meanwhile, in Europe, the outlook for Brexit is still uncertain. The outlook for not only economic and financial conditions but also political developments is not at all easy to gauge.

Even with such uncertainties, we are confident that the COVID-19 crisis will be brought under control and the Tokyo Olympic and Paralympic Games will be successfully held in 2021.

We strongly believe that reliable research information can be a compass for navigating financial markets to generate investment results. Our financial market research is based on precise analysis and deep insights using primary information and is not influenced by the trends of the times. We take pride in providing our clients with timely and useful information and analysis. The economists, strategists, and analysts in this directory intend to continue to work diligently to ensure that our firm remains selected and recognized by investors as a utilized research house.

We sincerely hope that you will use our financial market research further.

Sungho Kang

Executive Managing Director
Head of Fixed Income, Currency and Commodities (FICC) Division
Daiwa Securities

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



谷 栄一郎

チーフストラテジスト, CFA

TANI, Eiichiro
Chief Strategist, CFA

TEL

+81-3-5555-8780

MAIL

eiichiro.tani@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年 4
2019年

Nikkei Veritas Ranking

2020 4
2019

略 歴

2001年東京大学経済学部卒業、2013年一橋大学大学院国際企業戦略研究科修了(卒業生総代)、2001年JPモルガン証券入社。リスク管理部門を経て、2003年より大和証券SMBC入社。クレジット分析、トレーディングを経て、2019年から現職。

担当分野・業種

トレーディング経験を生かし債券相場を分析。経済統計、センチメント指標を市場と関連付け、リスク資産動向と一貫通貫の債券ストラテジーを志向。

主なレポート

大和の視点

Profile

Joined J.P. Morgan Securities in 2001 after graduating from Tokyo University's Faculty of Economics. Completed the Hitotsubashi ICS program in 2013 (valedictorian). Joined Daiwa Securities SMBC in 2003 after stint in J.P. Morgan risk management dept. Assumed current role in 2019 after stints as credit analyst and trader.

Analytical Approach

Analyzes bond market by utilizing trading experience. Provides information on risk asset trends at home and abroad as well as consistent bond strategy by associating economic statistics and sentiment indicators with market.

Main Reports

Daiwa's View

Some of our reports not translated into English (same applies hereinafter).

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



草野 三樹

シニアストラテジスト

KUSANO, Miki
Senior Strategist

TEL

+1-212-612-6952

MAIL

miki.kusano@us.daiwacm.com

略 歴

1987年米国山一証券債券トレーディング部入社。1997年アメリカ大和証券債券部入社。2006年大和キャピタルマーケットアメリカ債券部ジャパンデスクヘッド、2011年よりマーケットストラテジストを務め、現在に至る。

担当分野・業種

米国を取り巻く政治経済を指標面で分析するのではなく、実体経済へのインプリケーションをベースとして国際政治面での関係を中心に分析

主なレポート

草野レポート

Profile

Worked in Yamaichi Securities America's Bond Trading Dept. from 1987, then joined Daiwa Securities America's Bond Trading Dept. in 1997. Japan desk head at Daiwa Capital Markets America's Bond Trading Dept. in 2006, becoming market strategist in same department in 2011.

Analytical Approach

Analyzes the political and economic circumstances for the US by focusing on international political relationships based on implications for the real economy, instead of indicator-based analysis.

Main Reports

Kusano Report

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



小野木 啓子

シニアJGBストラテジスト

ONOGI, Keiko
Senior JGB Strategist

TEL

+81-3-5555-8788

MAIL

keiko.onogi@daiwa.co.jp

略 歴

海外留学生、B.B.A.。金融工学を含む金融学と国際ビジネス学を専攻後、外資系証券会社を経て、2006年より現職。一貫して、JGBを中心とする円金利と関連商品、円金利市場の調査と分析に従事。

担当分野・業種

定量的アプローチを主軸とし、定性面の分析も踏まえ、マーケットに近い視点から、アドホック、且つ、タイムリーな投資戦略の提示を志向。

主なレポート

JGB入札レポート

JGB Insight

Profile

Having double-majored in finance and international business under a B.B.A. program in the U.S., gained fixed-income experience at European banks in Tokyo and then joined Daiwa in 2006. Having been engaging in yen interest rate analysis with strong focus on JGBs and its related products as analyst/strategist for entire career in the financial industry.

Analytical Approach

Aiming to build and provide ad hoc and timely investing and trading strategies in a quantitative approach, combined with qualitative analysis.

Main Reports

JGB auction reports

JGB Insight

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



佐藤 一哉

ストラテジスト

SATO, Kazuya
Strategist

TEL

+81-3-5555-8773

MAIL

kazuya.sato@daiwa.co.jp

略 歴

2018年京都大学文学部卒業、同年大和証券入社。支店営業を経て、2018年よりアナリスト業務に従事し、現在に至る。

担当分野・業種

国債市場を担当。リスク資産・海外動向を含めた丁寧な情報収集、多角的な分析を心掛けている。

主なレポート

公社債売買動向

大和の視点

Profile

Joined Daiwa Securities in 2018 after graduating from Kyoto University. Assumed current role as analyst in 2018 following stint in branch office sales.

Analytical Approach

Covers the JGB market. Offers multifaceted analysis based on careful gathering of information, including on risk assets/overseas trends.

Main Reports

Trends in Bond Transactions

Daiwa's View

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



尾谷 俊
シニアストラテジスト

OTANI, Shun
Senior Strategist

TEL

+81-3-5555-8764

MAIL

shun.otani@daiwa.co.jp

略 歴

2002年横浜国立大学商学部卒業、2017年一橋大学大学院国際企業戦略研究科修了。日本ファイナンス学会所属。2002年大和証券SMBC入社。社債トレーディングを中心に、機関投資家営業や韓国ソウル駐在などを経て、2020年より現職。

担当分野・業種

入社以来、20年近く、債券マーケットに係る。トレーディング・セールス経験を活かし、市場に近い立場から情報発信を行う。また、ファイナンス学会にも加入し、アカデミックな観点からも市場を分析する。

主なレポート

大和の視点

Profile

Joined Daiwa Securities SMBC in 2002 after graduating from Yokohama City University's Faculty of Commerce. Completed the Hitotsubashi ICS program in 2017. Member of Nippon Finance Association. Assumed current role in 2020 after stints in corporate bond trading, institutional investor sales, and Daiwa Securities Capital Markets Korea.

Analytical Approach

Has worked in fixed-income market for entire career spanning nearly 20 years. Provides information from market-oriented viewpoint by making use of trading/sales experience. Analyzes the market from an academic perspective as member of Nippon Finance Association.

Main Reports

Daiwa's View

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



浜田 浩史

シニア財政・クレジットアナリスト

HAMADA, Koji

Senior Fiscal Policy and Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8791

MAIL

kouji.hamada@daiwa.co.jp

略 歴

1991年京都大学農学部卒業、三和銀行入行。1993年三和総合研究所（現・三菱UFJリサーチ&コンサルティング）出向、エコノミスト。1999年三和証券（現・三菱UFJモルガン・スタンレー証券）出向、財政アナリスト。2007年大和証券SMBC入社。地方債引受業務を経て2016年より現職。地方債協会地方債に関する調査研究委員会、大阪府財務マネジメント委員会委員。

担当分野・業種

地公体や政府機関のクレジット分析、政府の財政政策の分析を担当。公共部門の経験は20年以上。

主なレポート

Credit Memorandum
クレジットネタの種
大和の視点

Profile

Joined Sanwa Bank in 1991 after graduating from Kyoto University. Transferred to Sanwa Research Institute as economist in 1993, then Sanwa Securities as public finance analyst in 1999. Joined Daiwa Securities in 2007. Assumed current role as credit analyst in 2016 after stint in municipal bond underwriting. Member of research committee on municipal bonds at Japan Local Government Bond Association and Osaka Prefecture's Finance Management Committee.

Analytical Approach

Handles credit analysis of municipal bonds and government agency bonds as well as analysis of government's fiscal policies. More than 20 years of experience in public sector.

Main Reports

Credit Memorandum
Credit Market Tips
Daiwa's View

1. 債券アナリスト / Fixed Income Analyst

Fixed Income Research



上田 晃裕
ストラテジスト

UEDA, Mitsuhiko
Strategist

TEL

+81-3-5555-8777

MAIL

mitsuhiro.ueda@daiwa.co.jp

略 歴

2011年明治大学経営学部卒業、大和証券入社。支店営業を経て2019年よりストラテジスト業務に従事し、現在に至る。

担当分野・業種

債券市場を担当。多角的な情報を取り入れながら、分かりやすい情報発信を心がけている。

Profile

Joined Daiwa Securities in 2011 after graduating Meiji University's School of Business Administration. Assumed current role as strategist in 2019 following stint in branch office sales.

Analytical Approach

Covers fixed-income market. Provides easy-to-understand information from a multifaceted viewpoint.



2. エコノミスト / Economist

Fixed Income Research



岩下 真理

チーフマーケットエコノミスト

IWASHITA, Mari
Chief Market Economist

TEL

+81-3-5555-8852

MAIL

mari.iwashita@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	5
2019年	6

Nikkei Veritas Ranking

2020	5
2019	6

略 歴

1988年慶應義塾大学商学部卒業、太陽神戸銀行（現三井住友銀行）入行。市場部門のマーケットエコノミストを経て、2006年大和証券SMBCに出向。SMBC日興証券を経て、2018年から現職。統計委員会委員、景気循環学会理事を務める。

担当分野・業種

内外経済、金融政策、市場全般。仕事のモットーは3つ、(1)世界地図の上で物事を考えること、(2)ホットで付加価値のある情報提供と独自の分析、(3)わかりやすく楽しい経済解説。経験値と好奇心と人脈のフル稼働で潮目の変化を読み解く。

主なレポート

岩下真理のEconomic & Market Eye

大和の視点

Profile

Joined Taiyo Kobe Bank after graduating from Keio University's Faculty of Business & Commerce. Worked as market economist, then seconded to Daiwa Securities SMBC in 2006. Assumed current role at Daiwa Securities in 2018 after holding positions at SMBC Nikko Securities. Also a member of the Statistics Commission and director of the Japan Association of Business Cycle Studies.

Analytical Approach

Domestic/overseas economies, monetary policy, and overall market. Three business mottos are (1) having viewpoints on the world map, (2) providing timely/value-added information via original analysis, and (3) offering easily understood and amusing commentary on the economy. Forecaster of tidal changes based on full usage of experience, curiosity, and personal connections.

Main Reports

Iwashita's Economic & Market Watch

Daiwa's View

2. エコノミスト / Economist

Fixed Income Research



山本 賢治

シニアエコノミスト

YAMAMOTO, Kenji
Senior Economist

TEL

+81-3-5555-8784

MAIL

kenji.yamamoto@daiwa.co.jp

略 歴

2006年一橋大学経済学部卒業、2008年一橋大学法学部卒業、同年大和証券SMBC入社。2011年より財務省大臣官房総合政策課へ出向（日本経済分析・調査担当）。2014年から大和証券金融市場調査部において日本経済担当エコノミスト。

担当分野・業種

日本経済を中心にマクロ経済分析を担当。米国を始めとするグローバルな視野に立ち、マーケット動向を意識した経済分析を心掛けている。財務省での経験も生かし、各国当局の政策動向分析にも強みを持つ。

主なレポート

大和の視点

Profile

Graduated from Hitotsubashi University's Faculty of Economics in 2006 and then the same university's Faculty of Law before joining Daiwa Securities SMBC in 2008. Seconded to Minister's Secretariat, Policy Planning and Research Division at Ministry of Finance (working on analysis/research of Japan's economy). Covering Japan's economy as economist in Daiwa Securities FICC Research Dept. since 2014.

Analytical Approach

Analyzes macro economy centering on Japan. Conducts economic analysis with attention to market trends in light of global viewpoints including US. Strength lies also in analysis of country-specific policy trends by authorities, backed by experience at Ministry of Finance.

Main Reports

Daiwa's View

2. エコノミスト / Economist

Fixed Income Research



野口 麻衣子

シニアエコノミスト

NOGUCHI, Maiko
Senior Economist

TEL

+81-3-5555-8757

MAIL

maiko.noguchi@daiwa.co.jp

略 歴

慶應義塾大学経済学部卒業後、日本銀行を経て、2005年大和証券SMBCに入社。一貫して、内外経済・金融情勢を分析するエコノミスト業務に従事。財務省理財局にて市場分析官をつとめた経験も（2018-20年）。

担当分野・業種

現在は、主に欧州および豪州を担当。金融政策の分析と、要点を捉え分かりやすく整理することに強み。

主なレポート

豪州アップデート

金融政策モニター

Profile

Joined Bank of Japan after graduating from Keio University's Faculty of Economics. Joined Daiwa Securities SMBC in 2005. Entire career has focused on analysis of economic/financial conditions at home and abroad as economist. Also has experience as Special Officer for Analysis on Debt Market at Financial Bureau of Ministry of Finance (2018-20).

Analytical Approach

Currently covers mainly Europe and Australia. Strength lies in analysis of monetary policy and provision of to-the-point and easy-to-understand reports.

Main Reports

Australia Update

Monetary Policy Monitor

3. 為替アナリスト / FX Analyst

Fixed Income Research



今泉 光雄

チーフ為替ストラテジスト

IMAIZUMI, Mitsuo
Chief FX Strategist

TEL

+81-3-5555-8789

MAIL

mitsuo.imaizumi@daiwa.co.jp

略 歴

1987年一橋大学法学部卒、同年三井銀行（現三井住友銀行）入行。'92年から為替業務に従事しカスタマーディーラーとして、機関投資家や実需企業、デイトレーダー等、幅広いお客様を担当。2013年にメリルリンチから大和証券転職。2014年より現職。

担当分野・業種

銀行時代のさまざまなお客様から投資・運用・ヘッジ等のスタンスを学び、自身の相場観を形成。報道や目先に迎合することなく、机上の空論でもなく、一歩先の明確な方向感を解説していく。座右の銘「驕る平家は久しからず」

主なレポート

デイヴ今泉の為替のつぶやき

今泉光雄のForex Analyzer

ダイワ投資情報マンスリー（トピックス欄担当）

Profile

Joined Mitsui Bank in 1987 after graduating from Hitotsubashi University Faculty of Law. Worked as forex customer dealer from 1992 for a wide range of customers, including institutional investors, non-financials, and day traders. Moved to Daiwa Securities in 2013 from Merrill Lynch Japan Securities. Assumed current role as chief currency strategist in 2014.

Analytical Approach

Knowledge of investment/asset management/hedge stances from experience with various bank clients now helps to formulate market view. Commentary is a step ahead of others, providing clear direction but avoiding a pie in the sky as well as accommodating media reports and short-sighted perspectives. Motto is "Pride goes before a fall."

Main Reports

Dave Imaizumi's Tweets on Forex

Mitsuo Imaizumi's Forex Analyzer

Daiwa Investment Monthly (topic reports)

4. クレジットアナリスト(国内) / Credit Analyst (domestic)

Credit & Securitization



大橋 俊安

チーフクレジットアナリスト

OHASHI, Toshiyasu
Chief Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8753

MAIL

toshiyasu.ohashi@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	2
2019年	4

Nikkei Veritas Ranking

2020	2
2019	4

略 歴

1996年ピッツバーグ大学大学院卒。同年大和総研入社。2002年大和証券SMBC転籍後、クレジットアナリスト業務に従事。2011年10月より金融市場調査部長。2020年4月より同理事。

担当分野・業種

一次情報に基づく調査を徹底し、迅速かつ分かりやすい情報発信を心掛ける。個社ファンダメンタルズ分析のみならず、制度改革・規制動向、更にはクレジット市場発展に向けた提言についても情報発信。

主なレポート

クレジットネタの種
国内クレジットウィークリー

Profile

Joined Daiwa Institute of Research in 1996 after graduating from University of Pittsburgh Graduate School of Public and International Affairs. Credit analyst since transferring to Daiwa Securities SMBC in 2002. Assumed current role as managing director of Fixed Income, Currency and Commodities Research Dept. in April 2020 after stint as head of the department from October 2011.

Analytical Approach

Provides timely, clear, and concise information via thorough research based on primary sources. Also offers reports on institutional reforms, regulation trends, and proposals toward development of credit market, not limited to fundamental analysis of individual companies.

Main Reports

Credit Market Tips
Japanese Credit Weekly

4. クレジットアナリスト(国内) / Credit Analyst (domestic)

Credit & Securitization



松坂 貴生

シニアクレジットアナリスト

MATSUZAKA, Takao
Senior Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8763

MAIL

takao.matsuzaka@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	9
2019年	

Nikkei Veritas Ranking

2020	9
2019	

略 歴

2007年一橋大学経済学部卒業、同年大和証券SMBC入社。以降、金融市場調査部にて一貫して企業クレジットの調査や社債/CDS市場の分析業務に従事。2019年よりエクイティ調査部ESGリサーチ課を兼任し、現在に至る。

担当分野・業種

2007年以降、幅広い業種/企業の信用サイクルやクレジットイベントを経験してきたことを活かし、迅速な情報発信を心掛けている。現在の担当業種は、電機、ノンバンク、小売、不動産・REIT。ESG領域も調査対象に加え、SDGs債を中心にフォロー。

主なレポート

ESGアップデート
Credit Memorandum
クレジットネタの種

Profile

Joined Daiwa Securities SMBC in 2007 after graduating from Hitotsubashi University's Faculty of Economics. Built career in FICC Research Dept. as analyst of corporate credit research and corporate bond/CDS market analysis. Concurrently working in ESG Research Division of Equity Research Dept. since 2019.

Analytical Approach

Provides prompt information by utilizing experience of credit cycles/events in a wide range of sectors/companies since 2007. Now covers electric appliance, nonbank, retail, and real estate/REIT sectors. Recently added ESG area to coverage, focusing on SDG bonds.

Main Reports

ESG Update
Credit Memorandum
Credit Market Tips

4. クレジットアナリスト(国内) / Credit Analyst (domestic)

Credit & Securitization



浜田 浩史

シニア財政・クレジットアナリスト

HAMADA, Koji
Senior Fiscal Policy and Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8791

MAIL

kouji.hamada@daiwa.co.jp

略 歴

1991年京都大学農学部卒業、三和銀行入行。1993年三和総合研究所(現・三菱UFJリサーチ&コンサルティング) 出向、エコノミスト。1999年三和証券(現・三菱UFJモルガン・スタンレー証券) 出向、財政アナリスト。2007年大和証券SMBC入社。地方債引受業務を経て2016年より現職。地方債協会地方債に関する調査研究委員会、大阪府財務マネジメント委員会委員。

担当分野・業種

地公体や政府機関のクレジット分析、政府の財政政策の分析を担当。公共部門の経験は20年以上。

主なレポート

Credit Memorandum
クレジットネタの種
大和の視点

Profile

Joined Sanwa Bank in 1991 after graduating from Kyoto University. Transferred to Sanwa Research Institute as economist in 1993, then Sanwa Securities as public finance analyst in 1999. Joined Daiwa Securities in 2007. Assumed current role as credit analyst in 2016 after stint in municipal bond underwriting. Member of research committee on municipal bonds at Japan Local Government Bond Association and Osaka Prefecture's Finance Management Committee.

Analytical Approach

Handles credit analysis of municipal bonds and government agency bonds as well as analysis of government's fiscal policies. More than 20 years of experience in public sector.

Main Reports

Credit Memorandum
Credit Market Tips
Daiwa's View

4. クレジットアナリスト(国内) / Credit Analyst (domestic)

Credit & Securitization



藤田 和晃

クレジットアナリスト

FUJITA, Kazuaki
Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8765

MAIL

kazuaki.fujita@daiwa.co.jp

略 歴

2009年慶應義塾大学経済学部卒業、大和証券SMBC入社。事業債の引受業務を経て、2014年より国内企業のクレジット調査業務に従事し、現在に至る。

担当分野・業種

紙パルプ、化学、鉄鋼、石油元売り、海運、鉄道セクターの信用力調査を担当。業界の需給・市況サイクルの変化を捉えつつ、個別企業のみならず、セクターの動向把握を意識した分析・情報発信を心掛けている。

主なレポート

Credit Memorandum
国内クレジットウィークリー
クレジットネタの種

Profile

Joined Daiwa Securities SMBC in 2009 after graduating from Keio University's Faculty of Economics. Assumed current role as credit analyst of Japanese firms in 2014 following stint in corporate bond underwriting (DCM).

Analytical Approach

Handles credit research for pulp & paper, chemicals, iron & steel, oil refinery, marine transportation, and private railway sectors. Provides analysis/information based on not only company-specific factors but also sector-wide trends, capturing changes in supply/demand and price cycles by sector.

Main Reports

Credit Memorandum
Japanese Credit Weekly
Credit Market Tips

4. クレジットアナリスト (国内) / Credit Analyst (domestic)

Credit & Securitization



野村 歩

クレジットアナリスト

NOMURA, Ayumu
Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8693

MAIL

ayumu.nomura@daiwa.co.jp

略 歴

2011年慶應義塾大学経済学部卒業、大和証券入社。支店営業を経て2016年より金融市場調査部にてクレジットアナリスト業務に従事し、現在に至る。

担当分野・業種

一次情報に基づいた正確な情報発信を心掛けている。担当セクターは、自動車、食品、総合重機、建設。

主なレポート

Credit Memorandum
国内クレジットウィークリー
クレジットネタの種

Profile

Joined Daiwa Securities in 2011 after graduating from Keio University's Faculty of Economics. Assumed current role as credit analyst in FICC Research Dept. in 2016 following stint in branch office sales.

Analytical Approach

Aims to offer accurate information based on primary sources. Covering automobile, foods, general heavy machinery, and construction sectors.

Main Reports

Credit Memorandum
Japanese Credit Weekly
Credit Market Tips

4. クレジットアナリスト (海外) / Credit Analyst (overseas)

Credit & Securitization



瀧 文雄

シニアクレジットアナリスト

TAKI, Fumio
Senior Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8787

MAIL

fumio.taki@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	5
2019年	8

Nikkei Veritas Ranking

2020	5
2019	8

略 歴

2000年東京大学経済学部卒業、大和総研入社。エクイティ・アナリストとして、2001年より地銀担当を7年、2008年よりロンドン駐在で欧州銀行担当を3年経験。2011年より海外担当クレジット・アナリストとして金融機関を幅広くカバー。

担当分野・業種

一貫して金融セクターの調査に従事。国内外のエクイティ・アナリスト経験をベースに、丁寧で体系的な個別銘柄分析を心掛けている。海外金融機関の決算や格付アクション評価、金融規制、週次のクレジット市場動向などの情報発信を行う。

主なレポート

海外クレジットウィークリー
シティグループ
BPCE

Profile

Joined Daiwa Institute of Research in 2000 after graduating from the University of Tokyo's Faculty of Economics. As equity analyst, covered Japanese regional banks for seven years starting 2001 and then European banks during a three-year stint in London from 2008. Covering wide range of financial institutions as overseas credit analyst since 2011.

Analytical Approach

Has worked as financial sector analyst for entire career. Careful and systematic analysis of individual issuers based on extensive experience as analyst ranging from equity to credit at home and abroad. Provides information on earnings results/rating actions at overseas financial institutions, financial regulations, and weekly credit market trends.

Main Reports

Overseas Credit Weekly
Citigroup
BPCE

4. クレジットアナリスト (海外) / Credit Analyst (overseas)

Credit & Securitization



藤岡 宏明

シニアクレジットアナリスト

FUJIOKA, Hiroaki
Senior Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8761

MAIL

hiroaki.fujioka@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	9
2019年	

Nikkei Veritas Ranking

2020	9
2019	

略 歴

1983年岡山大学法学部卒業、大和証券入社。CIBC証券、ドレスナー・KW証券を経て、2004年大和証券SMBC入社。キャリアは全て債券市場業務（ディーラー、セールス、リサーチ）で、2004年より海外クレジットアナリスト業務に従事し現在に至る。

担当分野・業種

米国、欧州、北欧、カナダの主要金融機関の決算レポート、各国/地域の金融規制関連レポート、格付けアクション等のスポットニュース等を、一次情報に基づきタイムリーに発信。

主なレポート

初級者のための海外クレジット講座
フィンセン文書問題の市場への影響
米銀2020年ストレステスト結果発表

Profile

Joined Daiwa Securities in 1983 after graduating from Okayama University's Faculty of Law. Joined Daiwa Securities SMBC in 2004 after stints at CIBC World Markets and Dresdner Kleinwort Wasserstein. Entire career has focused on bond markets (dealing, sales, research). Assumed current role as overseas credit analyst in 2004.

Analytical Approach

Based on primary sources, provides timely earnings results reports covering major financial institutions in US, Europe, Northern Europe, and Canada, financial regulation-related reports by nation/region, and ad-hoc reports such as those on rating actions.

Main Reports

Lectures on overseas credit for beginners
Impact of FinCEN document leak on market
Announcement of stress test results at US banks in 2020

4. クレジットアナリスト (海外) / Credit Analyst (overseas)

Credit & Securitization



トウドル・ステファン

シニアクレジットアナリスト, CFA

TUDOR, Stefan
Senior Credit Analyst, CFA

TEL

+81-3-5555-8754

MAIL

stefan.tudor@daiwa.co.jp

略 歴

2006年に大阪大学でMBA取得、同年大和証券SMBC入社。株式やデリバティブのトレーディング業務を8年、リスク・マネジメント業務を3年経験した後、2017年より現職。

担当分野・業種

海外コーポレートを担当し、主にテクノロジー、通信・メディア、資本財セクターをカバーしている。長年のトレーディング経験で培ったマーケット分析力を生かして、多面的かつ定量的な調査・分析を心掛けている。

主なレポート

ボーイング~737 MAX、あなたは乗りますか？
海外コーポレート投資戦略~中央銀行に逆らうな
海外コーポレート決算ガイド

Profile

Joined Daiwa Securities SMBC in 2006 after acquiring MBA at Osaka University. Assumed current role in 2017 after equity/derivatives trading for eight years and risk management operations for three years.

Analytical Approach

Covers overseas corporations, centering on technology, telecommunications/media, and capital goods sectors. Conducts multifaceted and quantitative analysis by utilizing abilities obtained from long-term trading experience.

Main Reports

The Boeing Company (BA US) - Would you board on a 737 Max?
Investment strategy for overseas corporations—Do not fight central banks
Guide for earnings results at overseas corporations

4. クレジットアナリスト (海外) / Credit Analyst (overseas)

Credit & Securitization



姜 江

シニアクレジットアナリスト

JIANG, Jiang
Senior Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8755

MAIL

jiang.jiang@daiwa.co.jp

略 歴

2008年慶應義塾大学大学院卒、大和証券SMBC入社。2014年より大和証券金融市場調査部、クレジットアナリスト業務に従事、2015年から中国関連のリサーチに従事。

担当分野・業種

- ①新興国銀行を中心とする海外金融機関の調査。
- ②各種ネットワークを駆使し、政治・経済・金融に関する中国リサーチを展開している。特に人民銀行金融政策、中国金利の調査が得意。マクロとミクロ（金融機関）を結合する調査手法で中国情報を細かく分析。

主なレポート

中国ネタの種
中国人民銀行シリーズ
中国マクロ指標

Profile

Joined Daiwa Securities SMBC in 2008 after graduating from graduate school of Keio University. Credit analyst in FICC Research Dept. of Daiwa Securities since 2014. Covering Chinese market since 2015.

Analytical Approach

Covers research of (1) overseas financial institutions, mainly banks in emerging nations and (2) Chinese politics/economy/finance by making use of various networks. Particular strength lies in research of monetary policy of the People's Bank of China and Chinese interest rates. Provides detailed analysis of Chinese information using method of combining macro-economy and micro-economy (financial institution) information.

Main Reports

Chinese Market Tips
Series reports on People's Bank of China
Chinese Macro Indicators

5. 証券化アナリスト / Securitization Analyst

Credit & Securitization



松下 浩司

チーフ証券化ストラテジスト

MATSUSHITA, Koji
Chief Securitization Strategist

TEL

+81-3-5555-8778

MAIL

koji1.matsushita@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	4
2019年	3

Nikkei Veritas Ranking

2020	4
2019	3

略 歴

1991年京都大学教育学部卒業、大和証券入社。債券セールス、ディーラー、定量的運用評価支援システムの開発・販売に従事した。2005年から現在の業務に携わっている。2004年度財団法人年金総合研究センター客員研究員。

担当分野・業種

住宅機構RMBSを中心とする国内証券化市場の動向や評価分析レポートを提供。

主なレポート

証券化商品マンスリー
住宅機構RMBSの発行予定
日本生命第1回劣後ローン流動化

Profile

Joined Daiwa Securities in 1991 after graduating from Kyoto University's Faculty of Pedagogy. Assumed current role in 2005 after stints in bond sales, dealing, and development/sales of support systems for quantitative investment valuation. Worked as visiting scholar of Research Institute for Policies on Pension & Aging in 2004.

Analytical Approach

Provides reports on market trends and valuation analysis of Japanese securitization market, centering on Japan Housing Finance Agency's MBS.

Main Reports

Monthly reports on securitized products
JHF Monthly MBS Issue
Securitization of Nippon Life Insurance's first subordinated loan

5. 証券化アナリスト / Securitization Analyst

Credit & Securitization



松坂 貴生

シニアクレジットアナリスト

MATSUZAKA, Takao
Senior Credit Analyst

TEL

+81-3-5555-8763

MAIL

takao.matsuzaka@daiwa.co.jp

日経ヴェリタスランキング

2020年	9
2019年	

Nikkei Veritas Ranking

2020	9
2019	

略 歴

2007年一橋大学経済学部卒業、同年大和証券SMBC入社。以降、金融市場調査部にて一貫して企業クレジットの調査や社債/CDS市場の分析業務に従事。2019年よりエクイティ調査部ESGリサーチ課を兼任し、現在に至る。

担当分野・業種

2007年以降、幅広い業種/企業の信用サイクルやクレジットイベントを経験してきたことを活かし、迅速な情報発信を心掛けている。現在の担当業種は、電機、ノンバンク、小売、不動産・REIT。ESG領域も調査対象に加え、SDGs債を中心にフォロー。

主なレポート

ESGアップデート
Credit Memorandum
クレジットネタの種

Profile

Joined Daiwa Securities SMBC in 2007 after graduating from Hitotsubashi University's Faculty of Economics. Built career in FICC Research Dept. as analyst of corporate credit research and corporate bond/CDS market analysis. Concurrently working in ESG Research Division of Equity Research Dept. since 2019.

Analytical Approach

Provides prompt information by utilizing experience of credit cycles/events in a wide range of sectors/companies since 2007. Now covers electric appliance, nonbank, retail, and real estate/REIT sectors. Recently added ESG area to coverage, focusing on SDG bonds.

Main Reports

ESG Update
Credit Memorandum
Credit Market Tips





大和証券株式会社 金融市場調査部

〒100-6752 東京都千代田区丸の内1-9-1 グラントウキョウ ノースタワー
TEL:03-5555-8772 FAX:03-5555-0848