

クレジット投資戦略 ～コロナ後とパラダイムシフトを見据えて

2021年7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11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**」

2021年2月

- 「Lower for Longerとコロナ後を見据えて」
- **事業会社ハイブリッド、SDGs債**

本日のメッセージ

➤ 「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

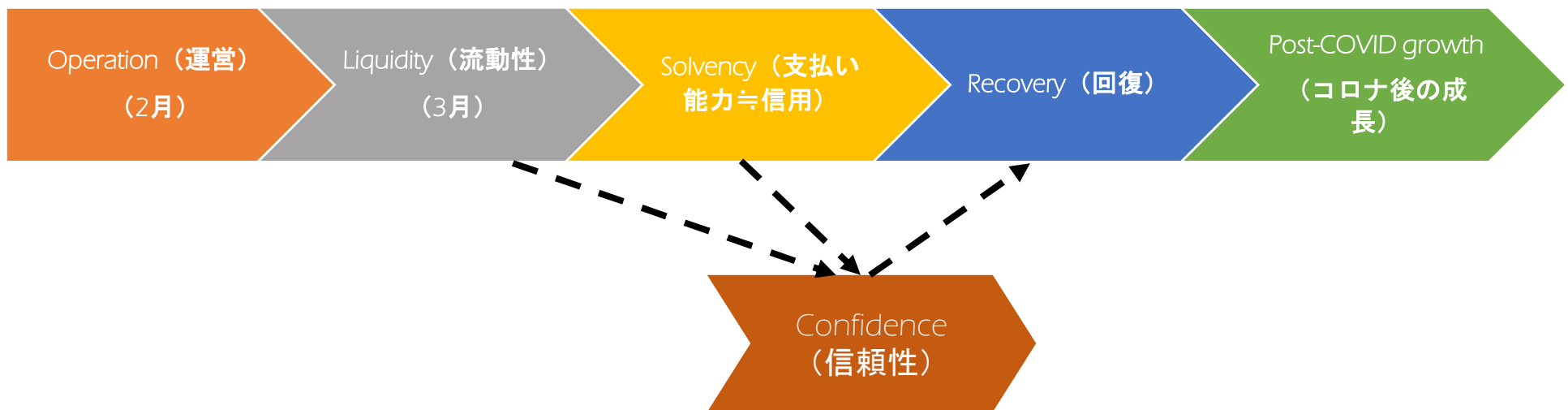
- 量的・質的拡大を実現し「真の社債時代」の扉を開こう！
- 銘柄選択のパラダイムシフト
- 商品性のパラダイムシフト

➤ 時には “Speak Out”(声を上げる)ことも必要

- 対 金融庁
- 対 日銀

コロナ（COVID-19）サイクル

- 大過なく**Solvency局面**から**Recovery局面**に移行できる？
- 「行きはよいよい帰りは怖い」 政策は引き際、引き方の方が難しい
- 「**政策の失敗or必然**」ウォッチが欠かせない



出所 金融庁氷見野長官講演資料を基に大和証券作成

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

- 社債発行企業のクレジットファンダメンタルズは良好
- 日本は政府支援、金融緩和が継続（財政・金融政策に大きな変更見通せず）
- 利回り確保にクレジットの活用は欠かせない（クレジット需要は旺盛）

➤ 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（地雷は欧米・新興国に埋まっている）
- 政策転換が、「政策の失敗or必然」を生みやすくしている
- 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

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

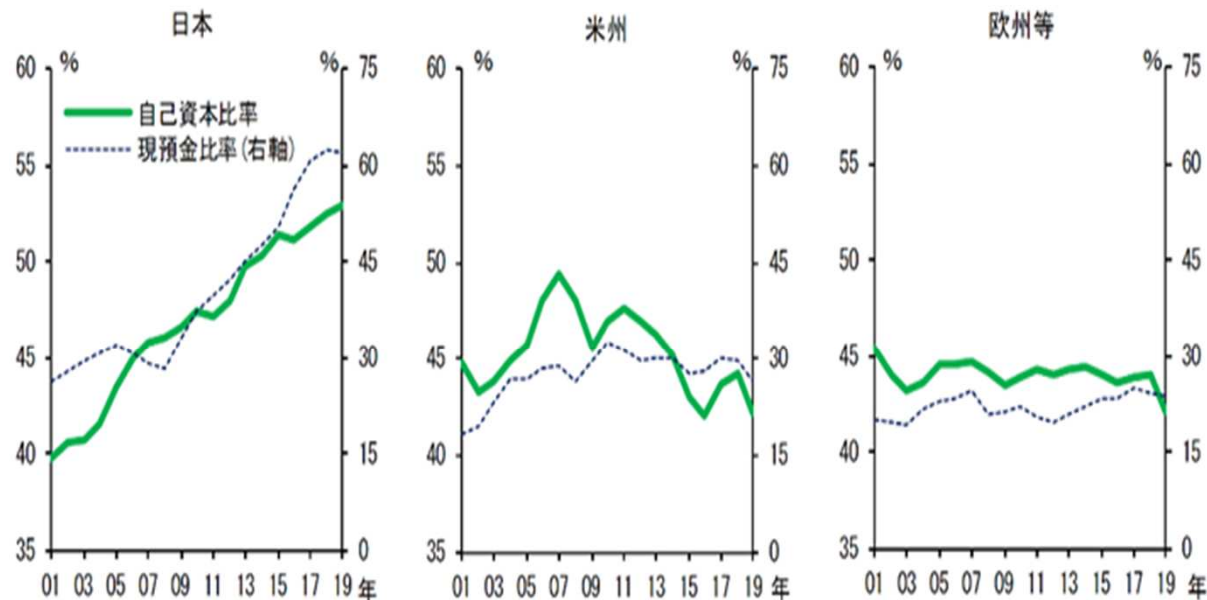
<問題の本質は欧米・新興国のクレジット問題>

- **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）

日本企業と欧米企業のリスクの違い

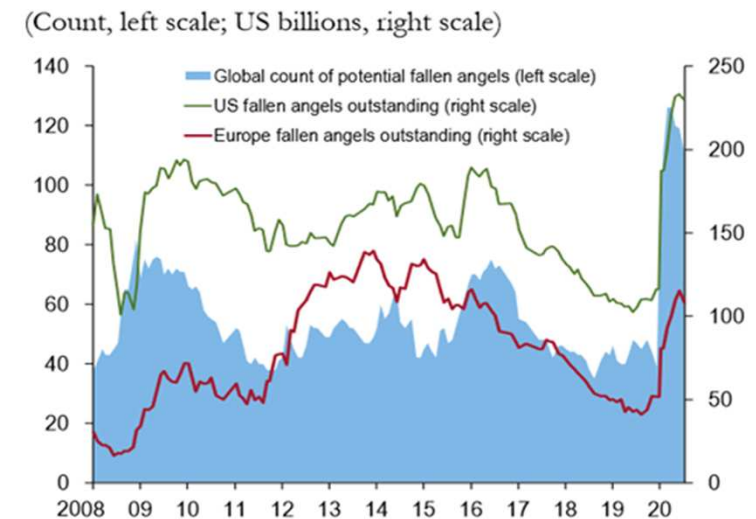
- 長引く金融緩和が素直に信用緩和に結びついている欧米・新興国
- 長引く金融緩和でも財務を改善してきた日本企業
- 日本銀行は上記違いを「金融システムレポート」で指摘

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

フォーリン・エンジェル候補の増加



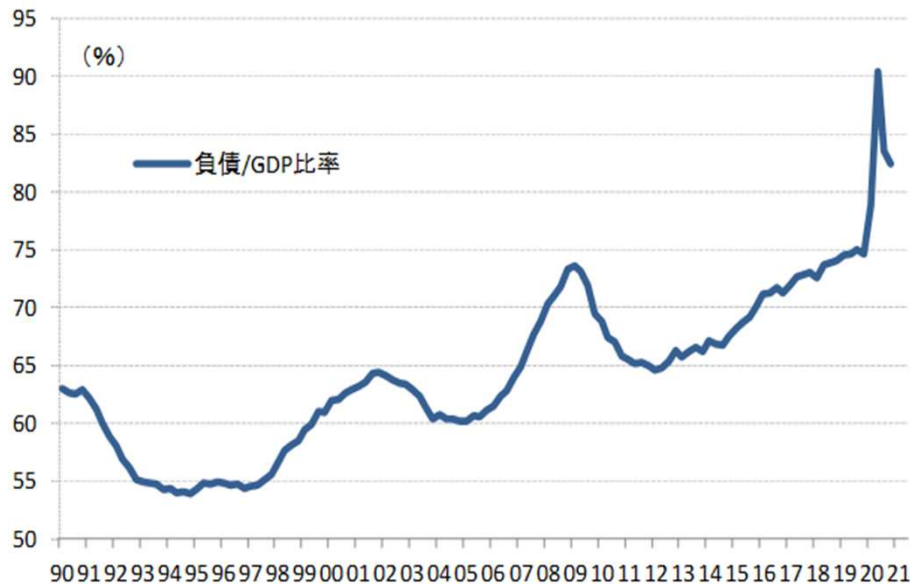
Sources: ICE BAML; S&P Global; and IMF staff calculations.
Note: See text for definition of “fallen angel” companies.

出所：IMF, Global Financial Stability Report Update, January 2021
から抜粋

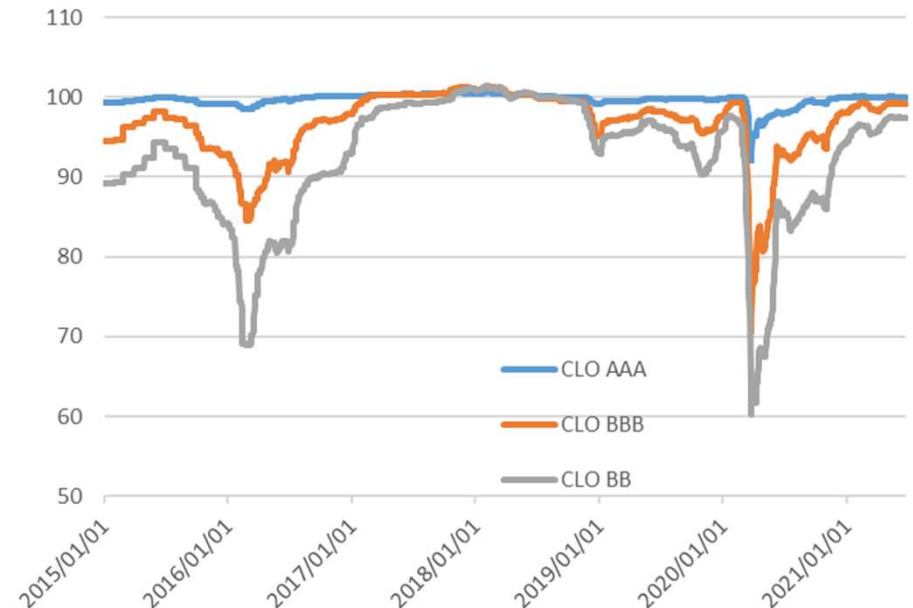
米国の金融リスク

- 米国企業の負債は過去最大の中、資産価格がコロナ前に戻っている
- リスク資産価格は低金利だけでは正当化できない水準まで上昇（フロス：小さな泡に）
- ヘッジファンドに関しては、データの制約で重要なリスクが見えていない

米国企業の負債/GDP比率



CLOの格付けランシェ別価格推移



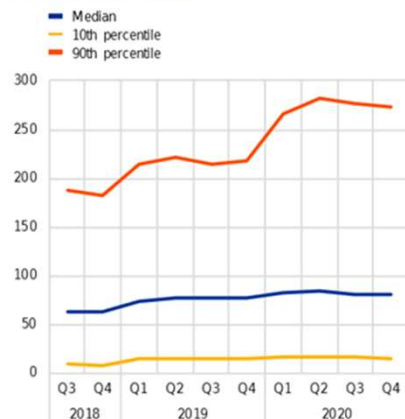
欧州の金融リスク

- リスク資産のミスプライシングが市場の調整リスクを増している
- 企業部門や財政のバランスシートリスクが増している
- 銀行が高いクレジットリスクを抱える一方で収益性が低迷していること
- ファンド等ノンバンクが利回り追求のため、より一層デレバレッジ/流動性/クレジットリスクを増している

欧州企業の高まるレバレッジと潜在倒産リスク

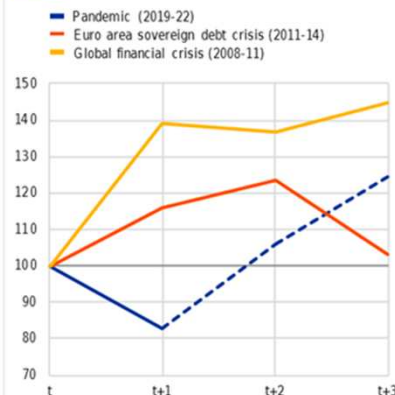
Distribution of debt-to-equity ratios across euro area firms

(Q3 2018-Q4 2020, percentages)



Developments in corporate insolvencies during different crisis episodes

(indices)



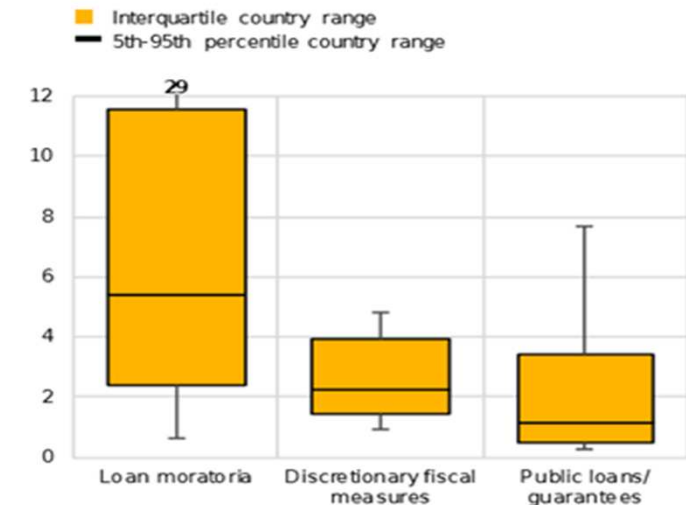
Sources: S&P Global Market Intelligence, Allianz Euler Hermes and ECB calculations.

Notes: Left panel: a fixed sample of 1,183 euro area non-financial corporations with total assets larger than €50 million as at Q3 2019; data available for Q4 2020 are used. Right panel: the dashed line indicates projections. On the x-axis, "t" refers to the starting year of the respective crisis episode, i.e. 2008, 2011 and 2019 respectively; "t+1" refers to the year after, i.e. 2009, 2012 and 2020, and so on. Insolvency statistics and projections are taken from "Vaccine Economics", Euler Hermes, Allianz Research, 18 December 2020.

財政支援に支えられる欧州企業

Size of fiscal support measures across euro area countries

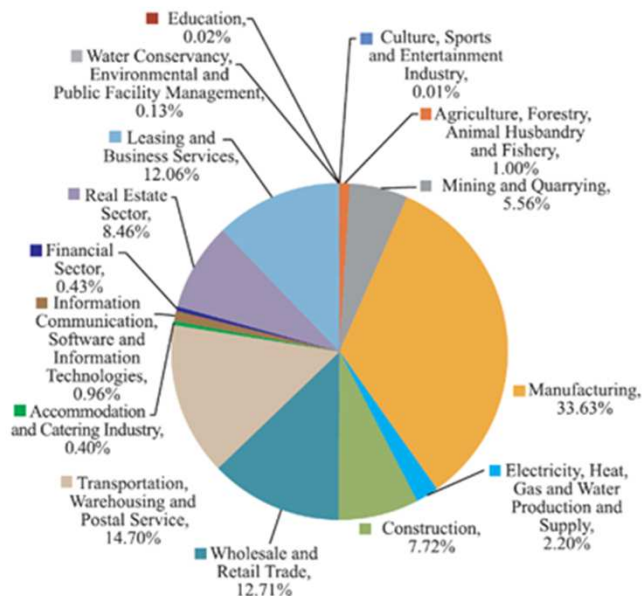
(Q4 2020, percentage of GDP)



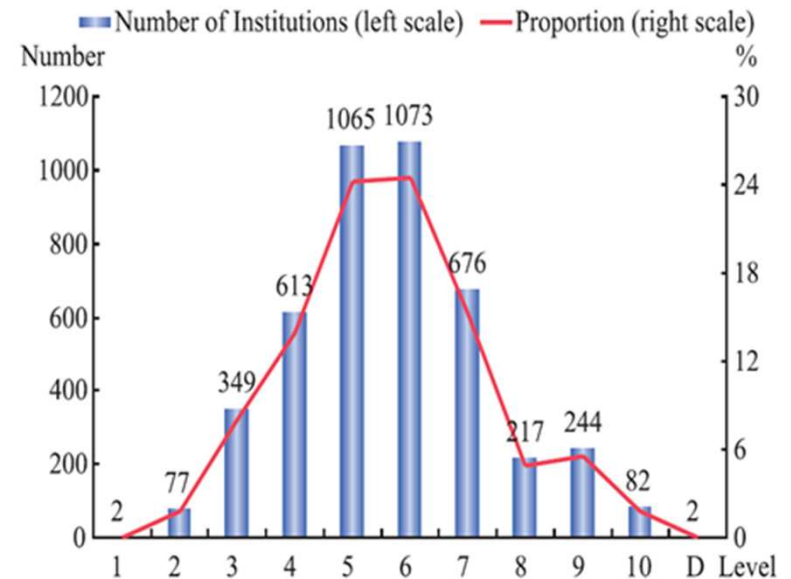
中国リスクをどう捉える？

- 当局は企業/金融機関のリスク顕在化・伝搬を防いでいる
- 中国では大企業575社で既に何らかのクレジットイベントが発生、545の金融機関（全体の12.4%）が高リスク金融機関とのレッテル
- 日本だったら信用不安・金融危機が発生していてもおかしくはない

困難に陥った大企業のセクター区分



中国人民銀行による金融機関格付け（2019年4Q）

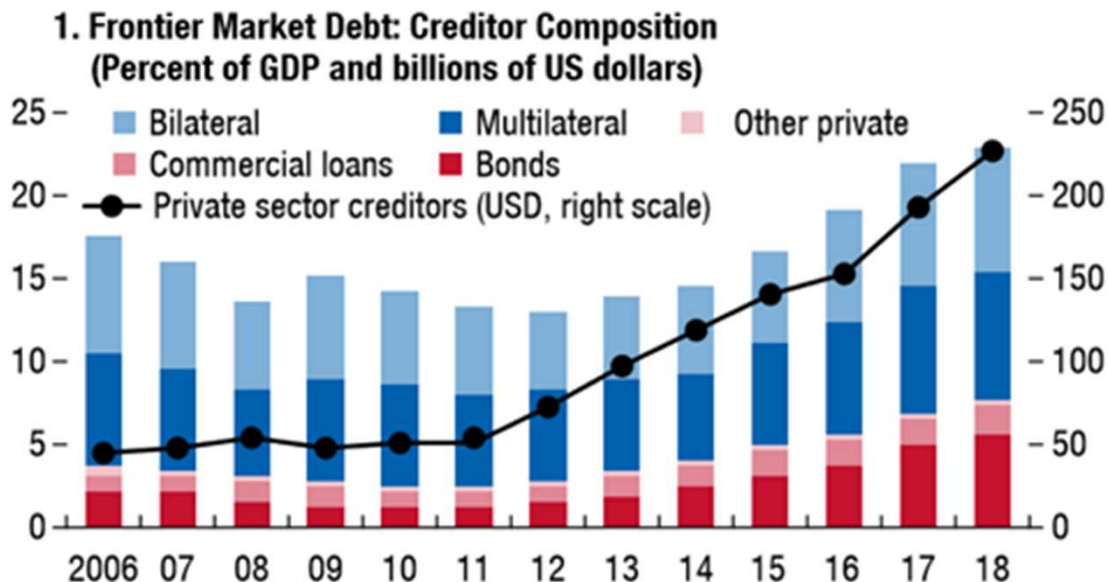


「政策の失敗or必然」 ウオッチを

➤ 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

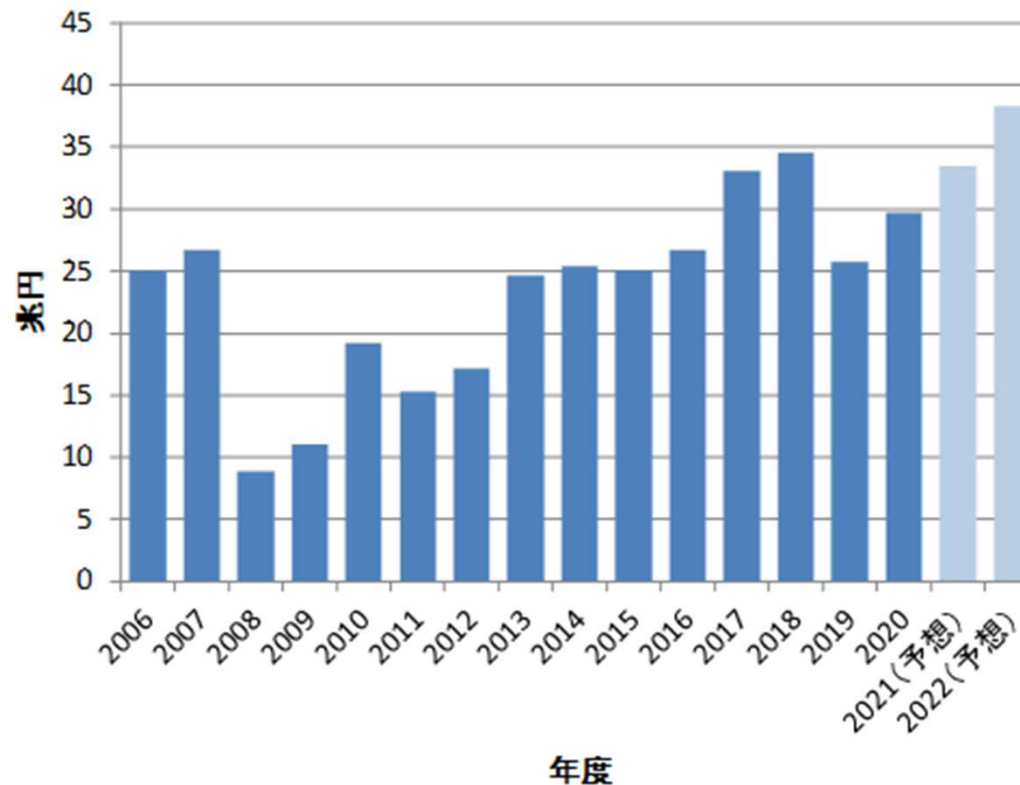
フロンティア市場の債務構成



国内クレジットファンダメンタルズ

- FY19は減益、FY20は減益予想を跳ね返し増益に
- FY22は過去最高益更新予想

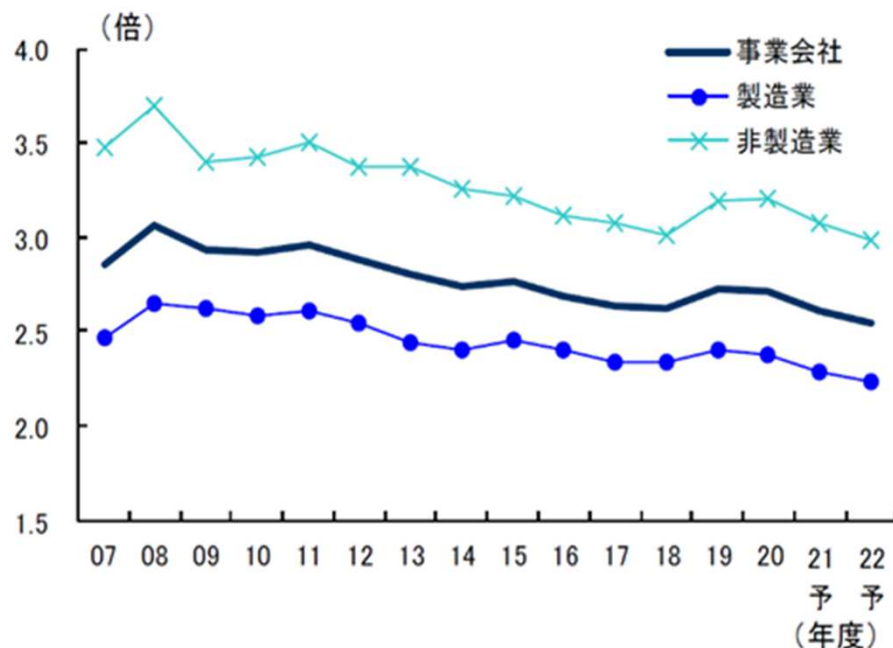
大和集計（日経225除く金融ベース）の経常利益推移と予想



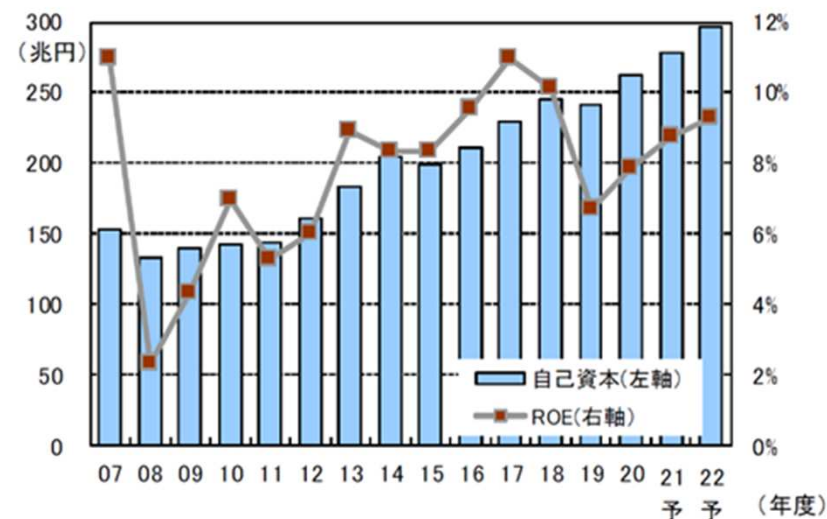
国内クレジットファンダメンタルズ

- 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



自己資本とROEの推移



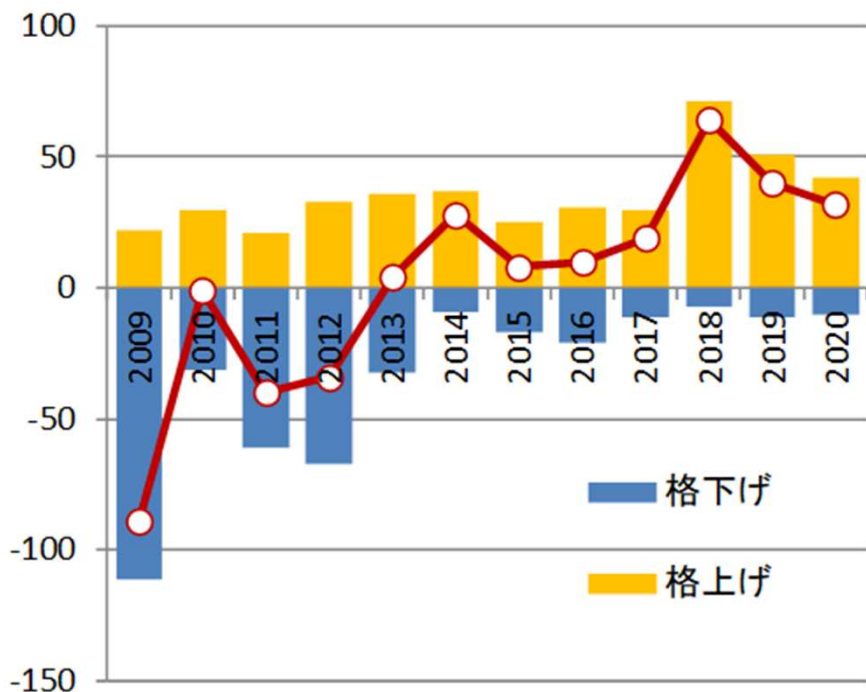
注：ROEは期末自己資本を用いて計算。2021～2022年度の期末自己資本は、前期末自己資本＋予想税引利益－予想配当金総額

出所：大和証券作成、予想は大和証券

国内クレジットファンダメンタルズ

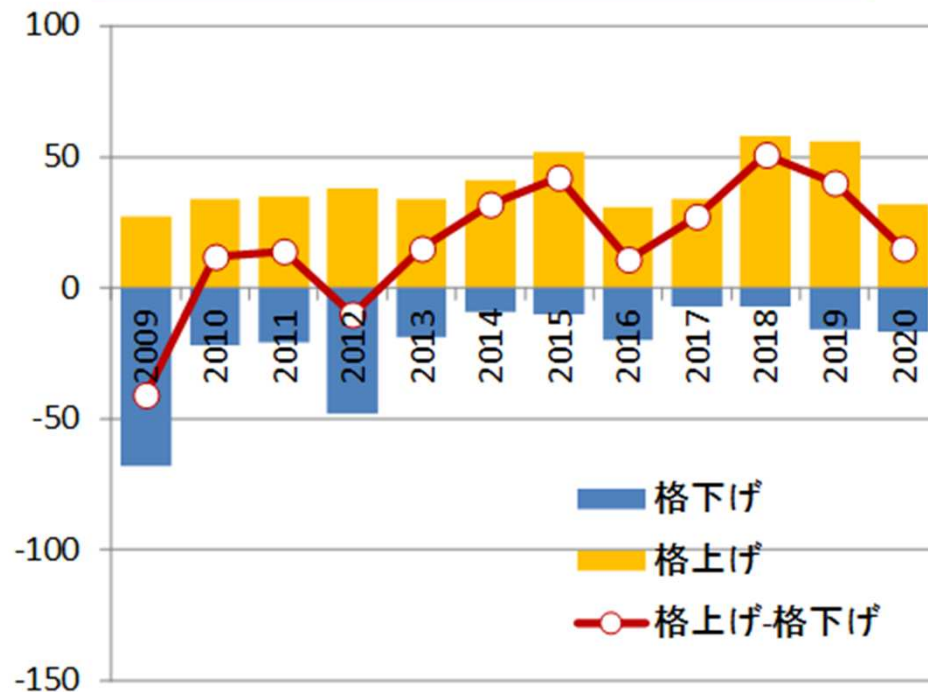
- 日本企業の格付けはコロナ禍にあっても格上げ超

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）

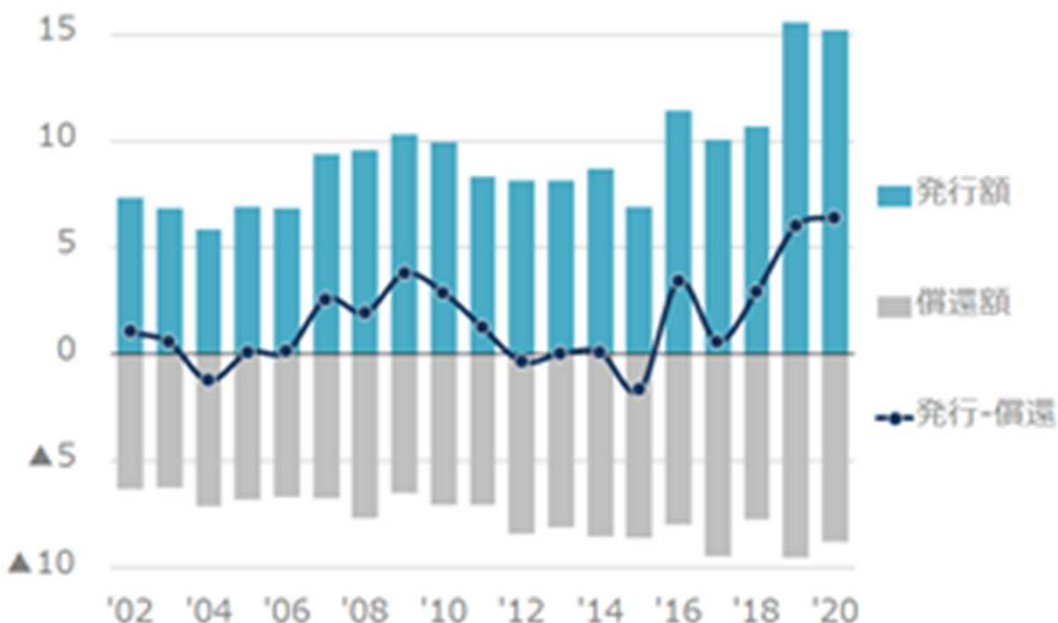


出所: JCRより大和証券

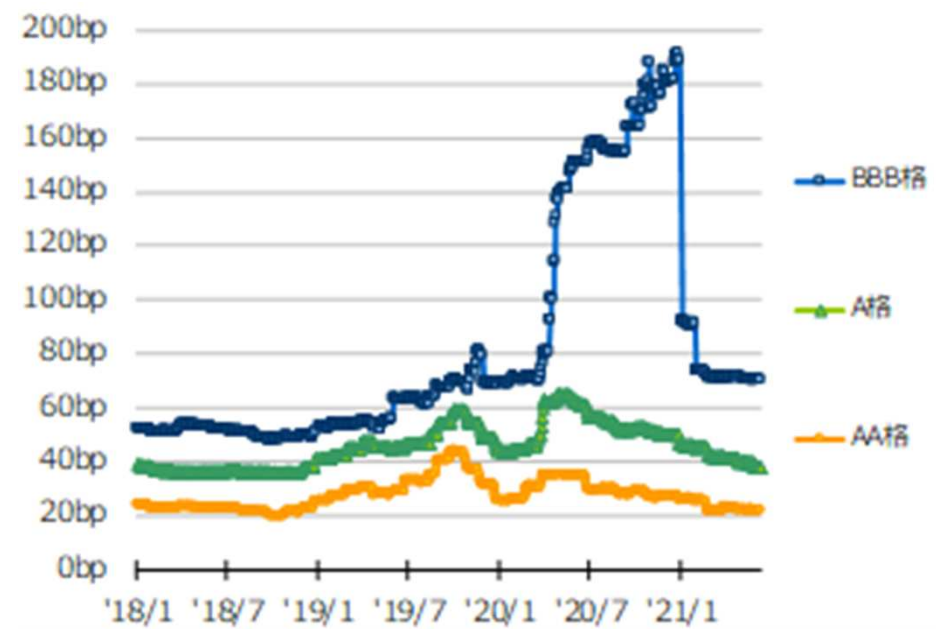
国内クレジット市場（現物社債）

- 高水準の社債発行は継続見通し（発行＞償還）
- スプレッドは低位安定を予想

年度別社債発行額とし償還額（単位：兆円）



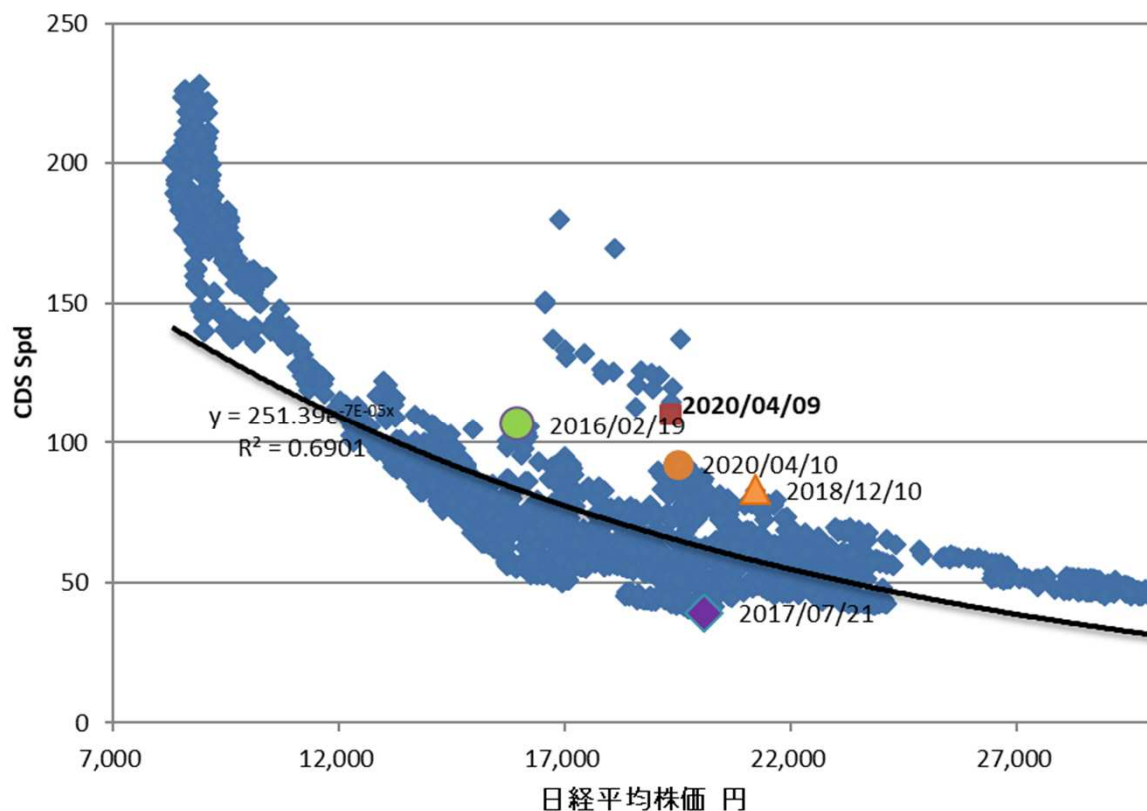
格付別社債スプレッド(残存3年以上7年未満の平均)



国内クレジット市場（CDS市場）

- 株価との相関は正常な範囲内
- ファンダメンタルズ以外の要因で相関が崩れた時がチャンス

CDS指数と株価の相関関係



セクター別クレジット見通し（2021年度上期）

コロナ影響への対応が進み見通しを上方修正

セクター	見通し	一行コメント
建設	→ 安定的	採算重視の受注方針、良好な財務基盤は不変。
食品（ビール）	→ 安定的	コロナ影響はあるも、収益性改善策や財務基盤に配慮した施策を実行
紙・パルプ	→ 安定的	洋紙の需要急減に対し、業界の体質変化（量より収益重視のスタンス）を考慮
化学（総合化学）	→ 安定的	収益分散効果の強みを評価/事業PFや過年度のM&A投資で個別色は強い
石油	→ 安定的	需要減少下でも寡占化の強みを維持
鉄鋼（高炉）	→ 安定的	コスト削減と環境改善で信用力が大きく圧迫されるシナリオは回避
電機	→ 安定的	収益性・CF重視の経営姿勢を評価も、精密各社を引き続き注視
総合重機	→ 安定的	民間航空機関連事業は未だ不透明な環境下だが、事業構造改革や分散効果で「安定的」に
自動車	→ 安定的	主要市場の堅調な需要やコスト低減策等を踏まえ「安定的」に引き上げ
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	守りの局面続くので、需要の回復、収支構造改善策を注視したい
海運	→ 安定的	コンテナ船の需給逼迫は上期も続きそうで、各社の自己資本の修復ペースは早まることに
空運	→ ややネガティブ	事業リスクは高まったままだが、財務リスク低減化策で影響を緩和
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	広範な事業ポートフォリオと保守的な財務方針がコロナ影響を緩和
小売	→ ややネガティブ	訪日インバウンド消費が戻らず、百貨店各社を引き続き注視
大手銀行	→ 安定的	迅速な政策対応もあり信用＆市場リスクの顕在化は抑えられている
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	成長戦略と財務規律の両立に改めて注目、航空機リース事業に留意は変わらず
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/現金ベースでの収支改善期待は変わらず
不動産	→ 安定的	市況軟化も賃貸CFの水準自体は高位/手堅いレバレッジ運営が持続
REIT	→ 安定的	実質LTVは総じて低位、オフィス系REITの事業リスクはまだ限定的
政府系機関	→ 安定的	信用力は引き続き安定、コロナの空港への影響や新しい潮流を注視
地公体	→ 安定的	コロナでも揺るがぬ信用力、拡大期に入る外貨建て国内債とSDGs債

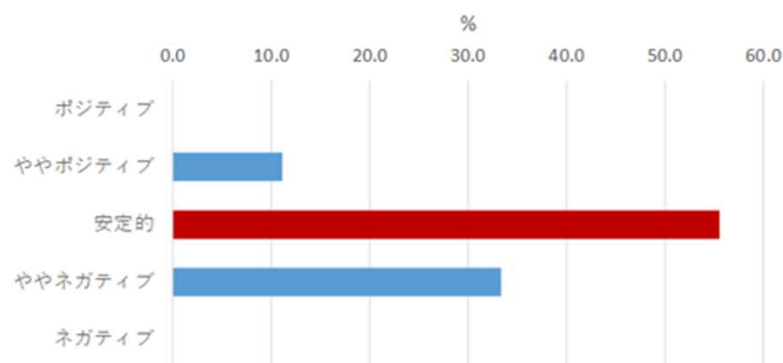
※シャドー部分は今回の改訂で見通しが変わった部分

セクター別クレジット見通し（2021年度上期）

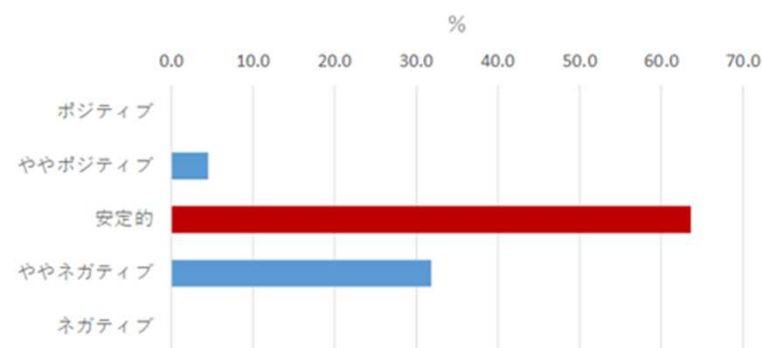
投資家見通しと見解が異なるセクターも

投資家の見通しアンケート結果（赤字は大和証券見通し）

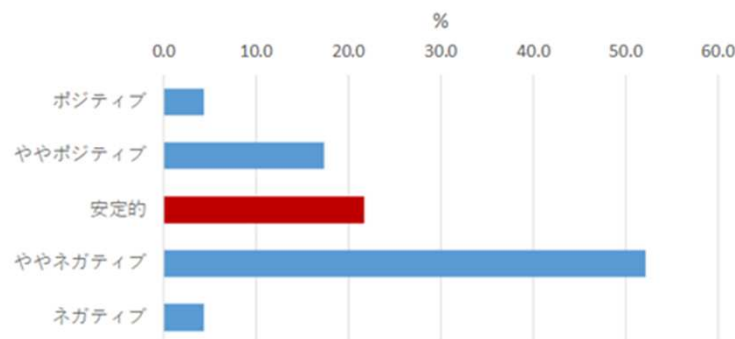
紙・パルプ



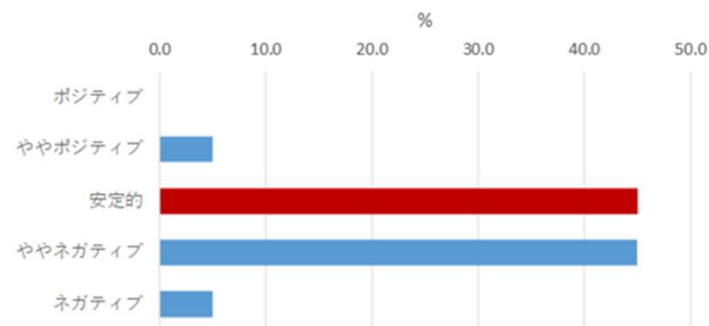
石油元売り



鉄鋼（高炉）



総合重機



社債投資の狙い所

- **クレジットが改善傾向にある中低位格付け銘柄**
 - 商社下位銘柄（双日、兼松）
 - 自動車セクターの日産、紙パセクターの大王製紙
 - 消費者金融セクターのアイフル
- **コロナ禍で影響を受けた企業の逆張り戦**
 - 空運セクター（JAL、ANAホールディングス）
 - エイチ・アイ・エス
- **「三種の神器」「令和に育む神器」の推奨は変わらず**
 - ソフトバンクグループ債/東電PG 債/保険劣後債
 - 事業会社のハイブリッド証券
- **自ら、投資できる社債を探しに行く努力も**
 - 既存銘柄のみならず新規発行銘柄
 - HY債領域へも

国内クレジット市場のパラダイムシフト

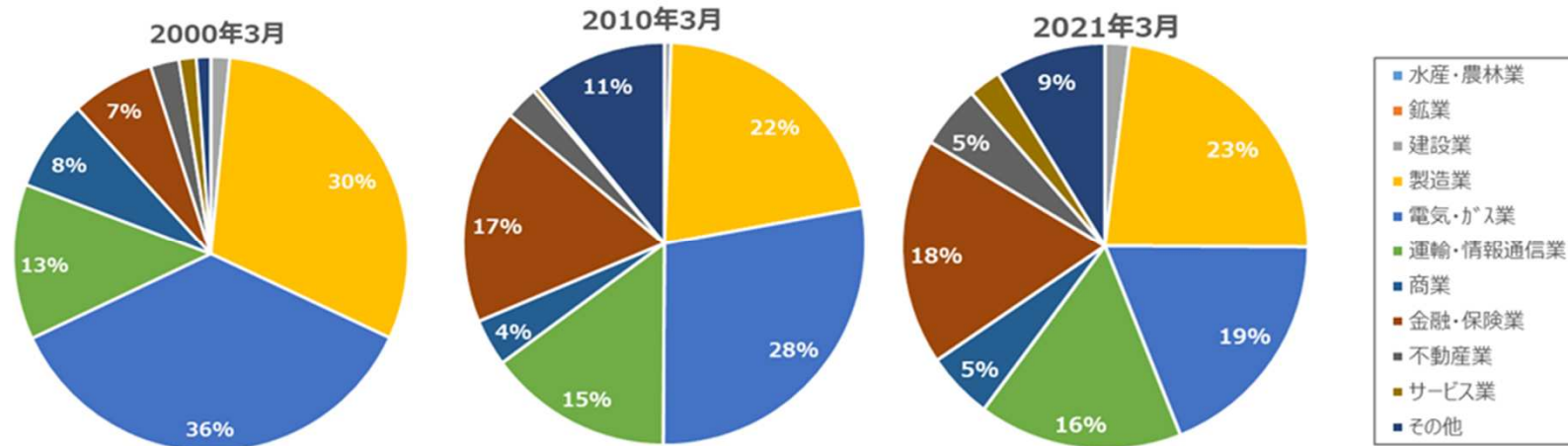


※社債旧時代、社債新時代は、「現代社債投資の実務」（徳島勝幸 著）より

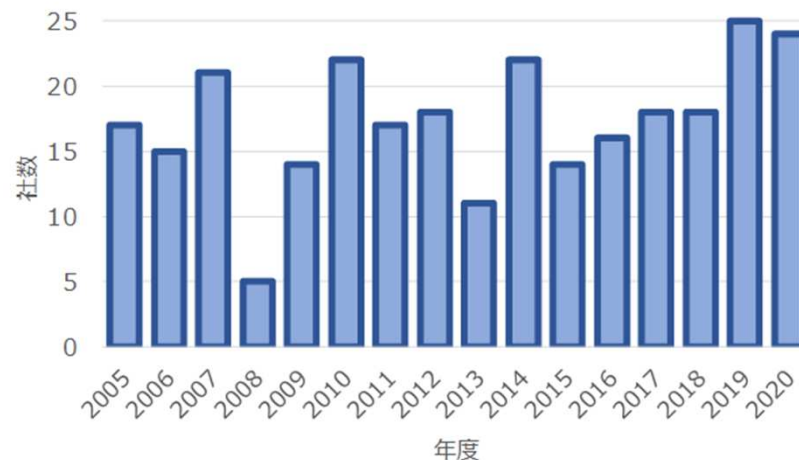
- 社債発行企業の裾野拡大（上場企業は社債発行を）
- HY債市場の発達
- 国内クレジット市場の量的・質的拡大を実現へ

社債市場の多様化は道半ば

業種別社債発行残高シェア（東証大分類）



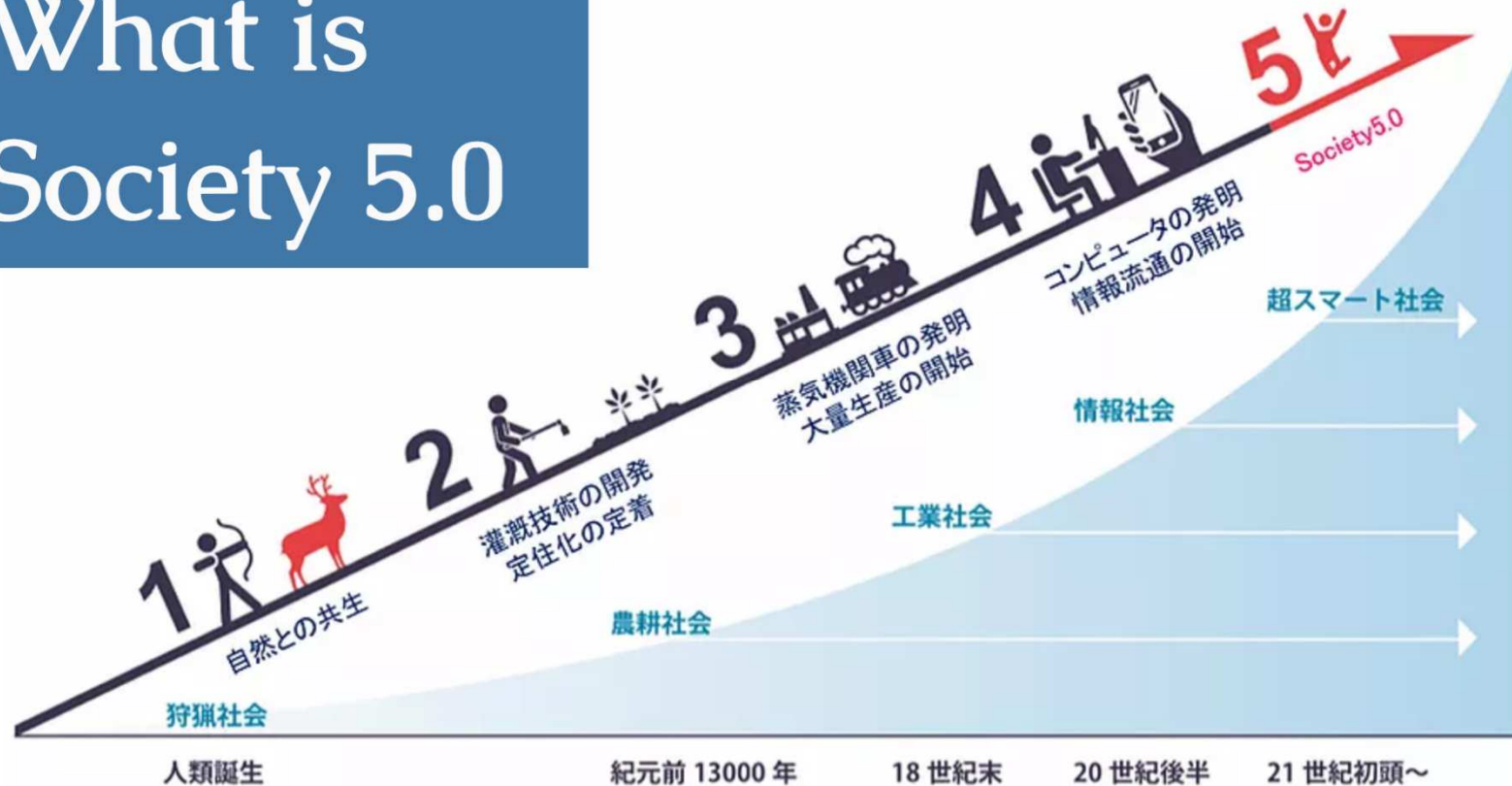
新規社債発行企業数



出所：ダイワボンドインデックスより大和証券

銘柄選択のパラダイムシフト

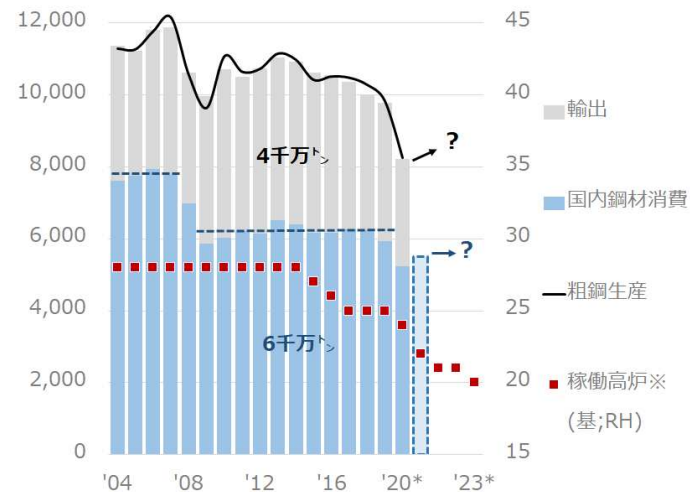
What is
Society 5.0



出所：経団連HPより抜粋

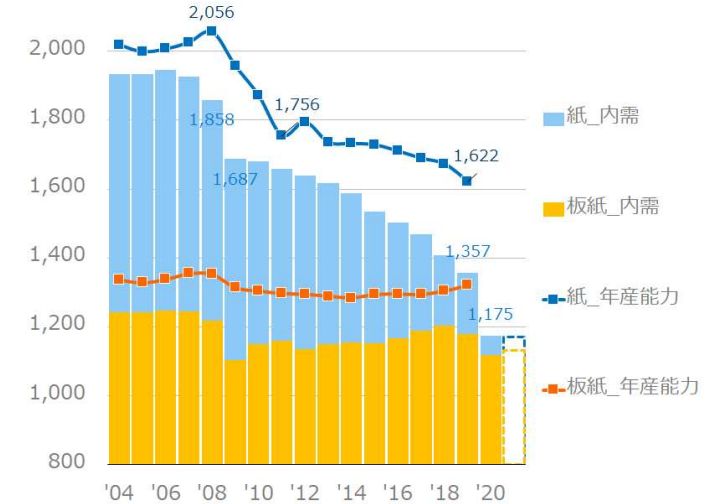
銘柄選択のパラダイムシフト

■ 国内粗鋼生産(万トン)と稼働高炉数



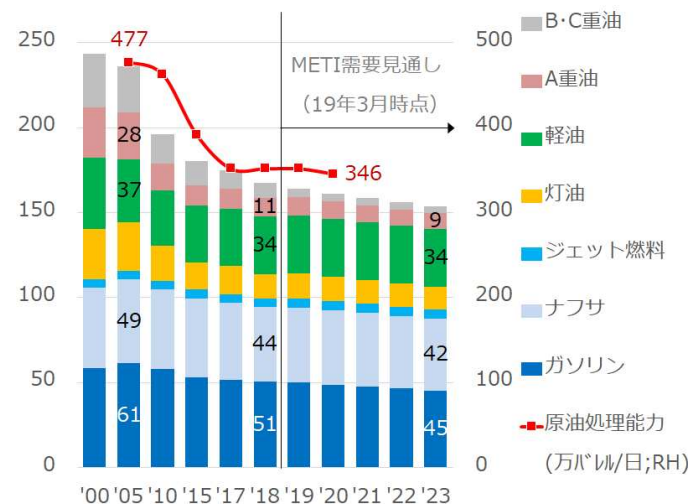
出所：日本鉄鋼連盟、各社資料より大和証券作成
 *20年度以降は鉄鋼連盟予測、各社の計画を反映
 ※一時的に休止中の高炉は除外せず

■ 紙製品の内需と国内生産能力(万トン)



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kℓ)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.)

商品性のパラダイムシフト

■ ESG (SDGs) 金融

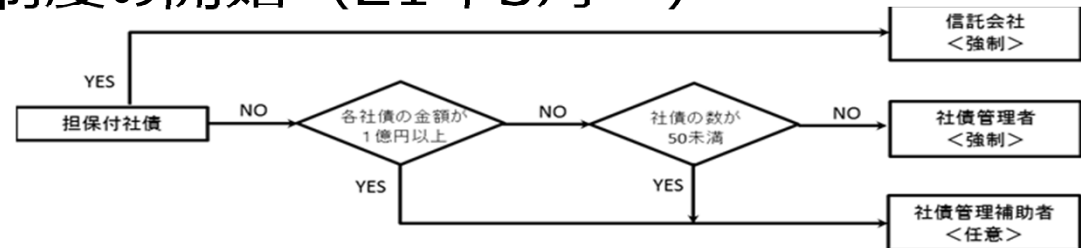
- ✓ グリーン/ソーシャル/サステナビリティボンド
- ✓ SDGリンク債
- ✓ トランジションボンド

■ 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～）

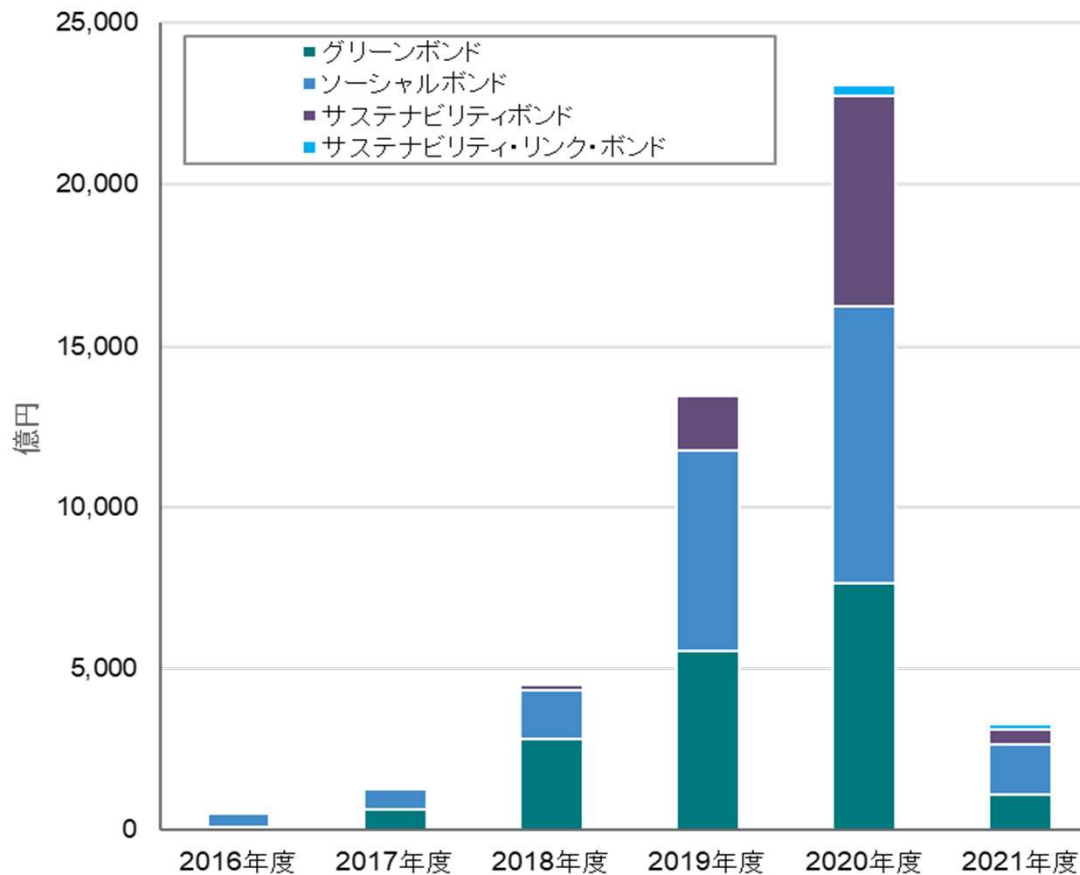


■ コバナンツの改善

- ✓ 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

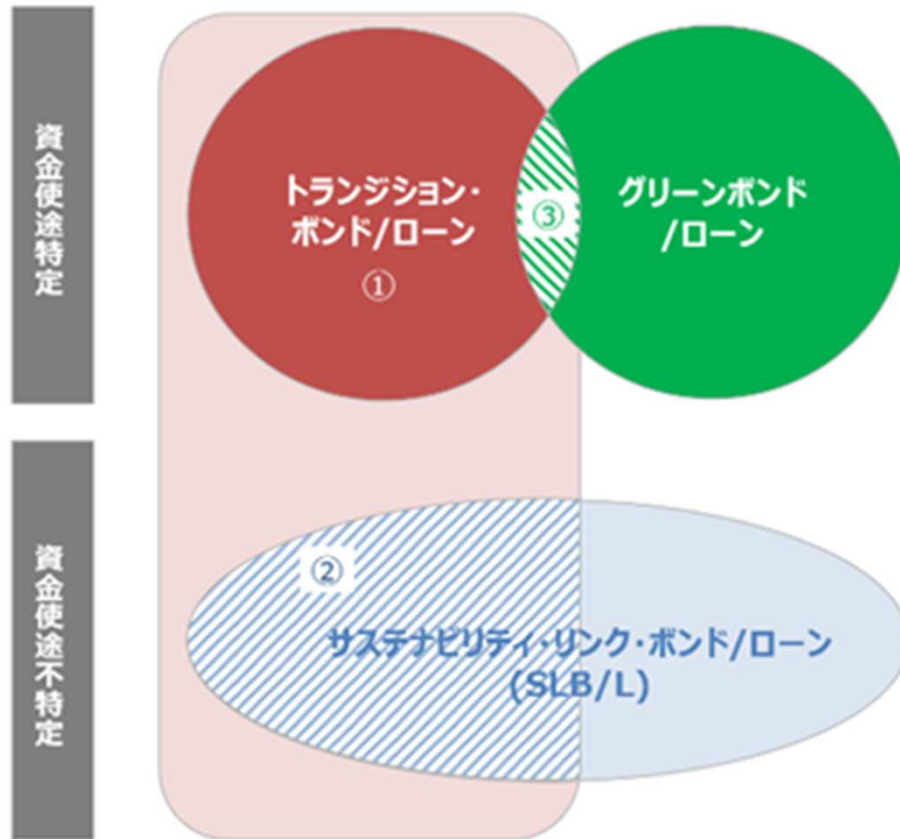


2021年度は21年6月04日条件決定まで
(出所) 大和証券作成

トランジションボンドのポテンシャル

単色グリーン of 欧州 VS 様々なグリーンを許容する日本

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5月に策定された（金融庁・経産省・環境省の検討会にて）

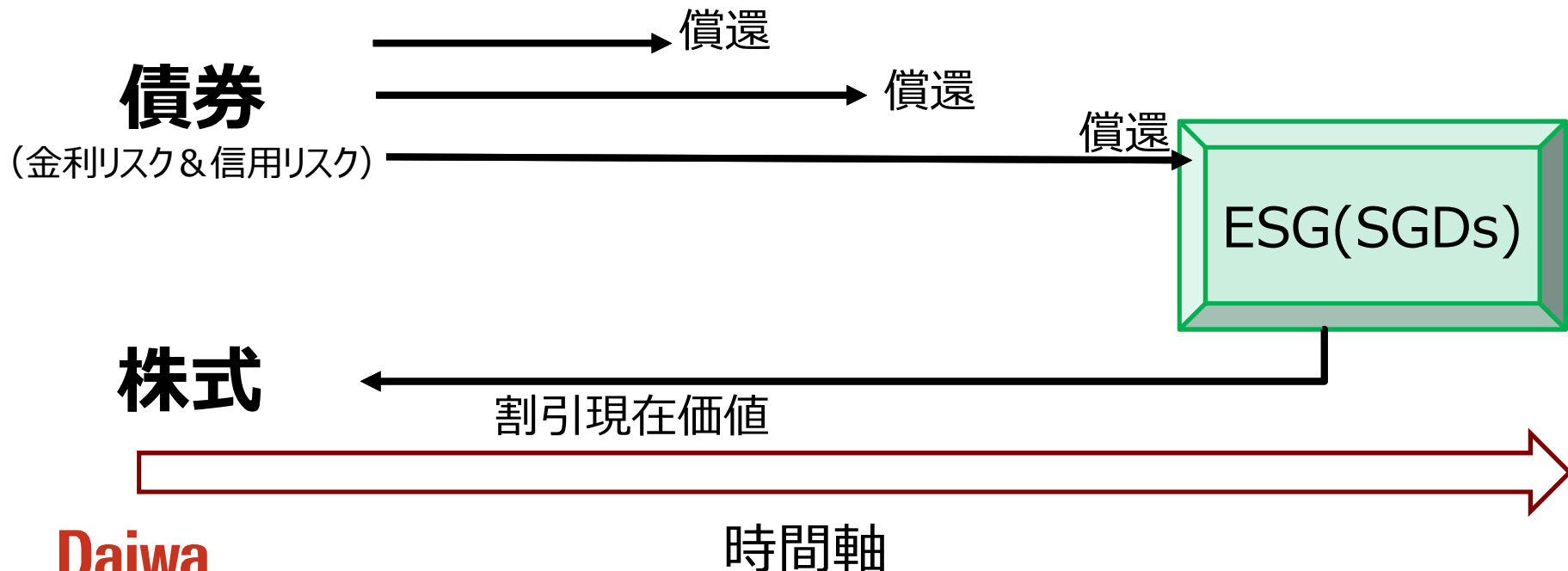
■ユーティリティー、エネルギー、鉄鋼などCO₂多排出産業部門は社債の主要発行体

■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）

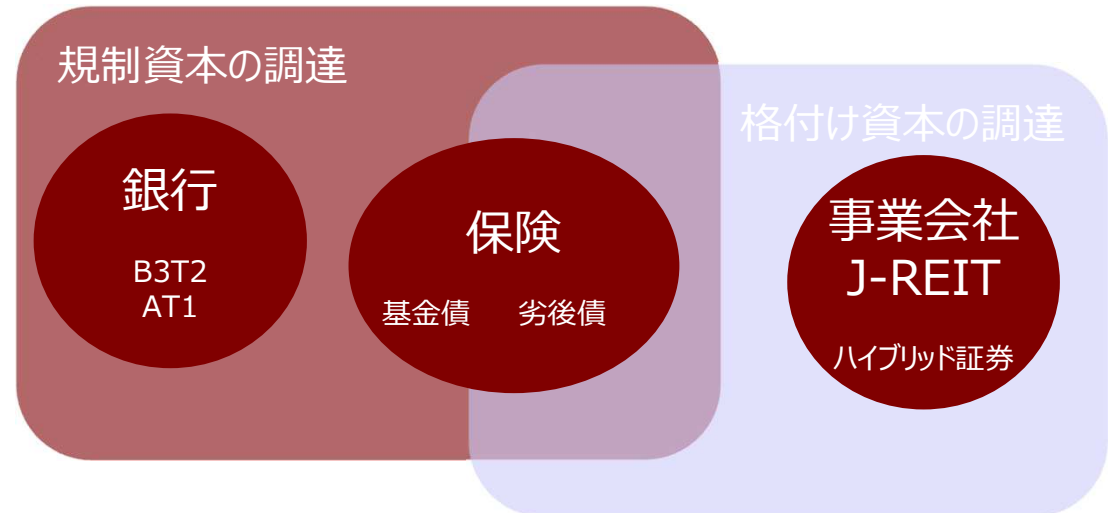
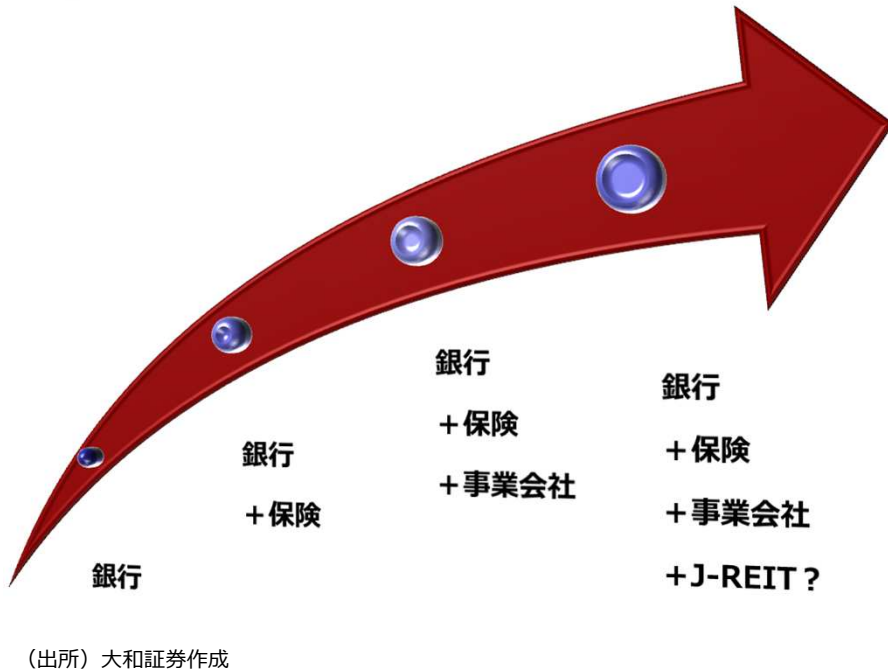
■経産省が主導している点はやや気掛かり（民間主導の方がベター）

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）

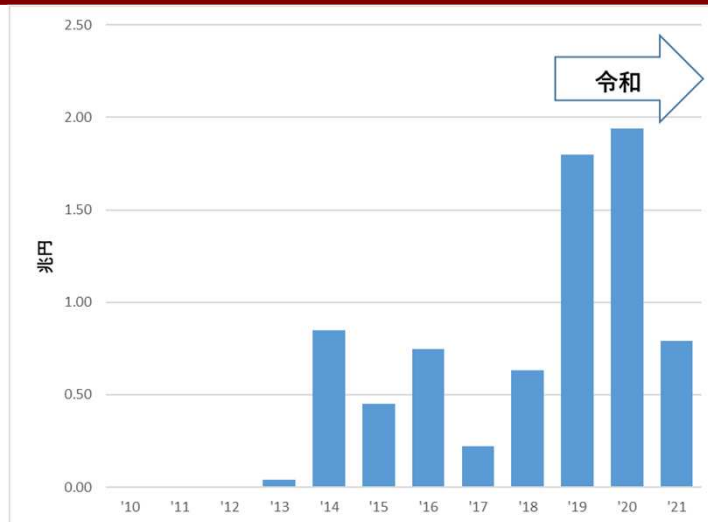


ハイブリッド証券は成長領域



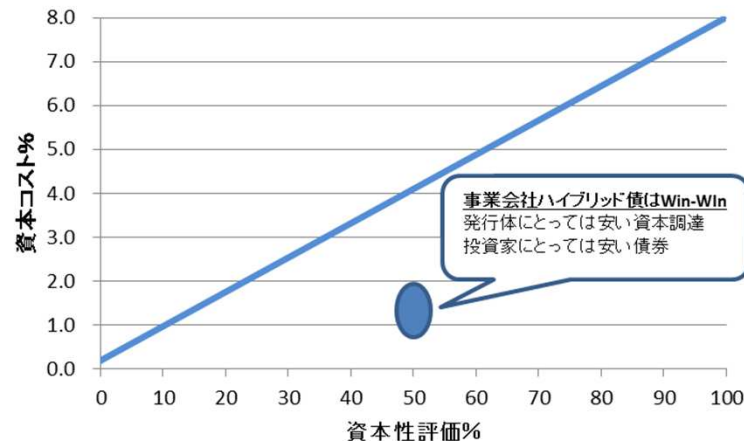
事業会社のハイブリッド証券発行は急拡大中

事業会社のハイブリッド証券の発行推移

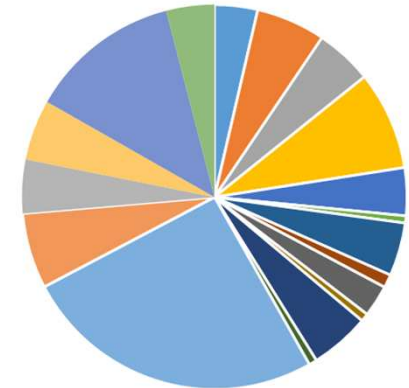


FY21は6月09日条件決定まで
(出所) 大和証券作成

資本性と資本コストの関係



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

事業会社のハイブリッド証券発行は急拡大中

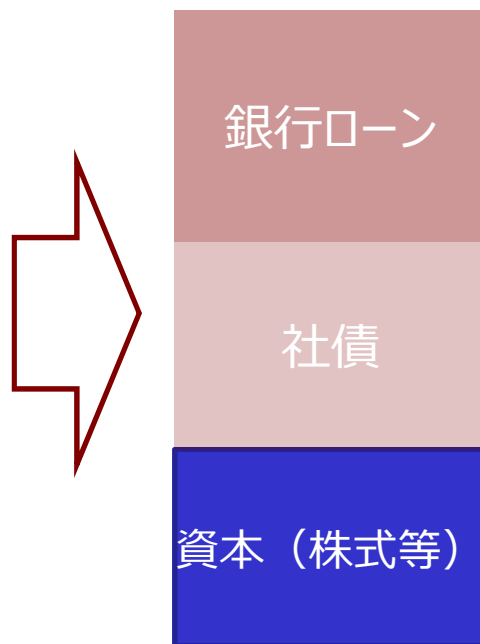
➤ 日本の場合、シニア・劣後のリスク差は大きくない

- 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

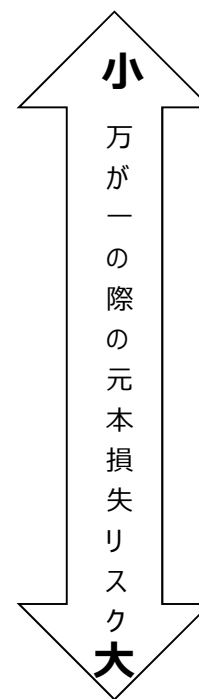
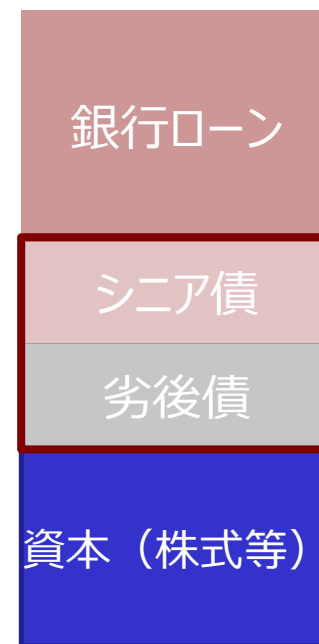
平時



信用力悪化時



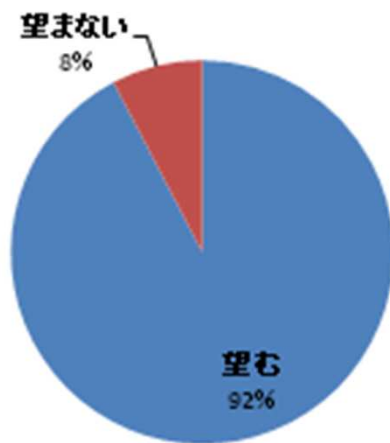
劣後債があると



今こそHY債市場発展を（アiful債に続け！）

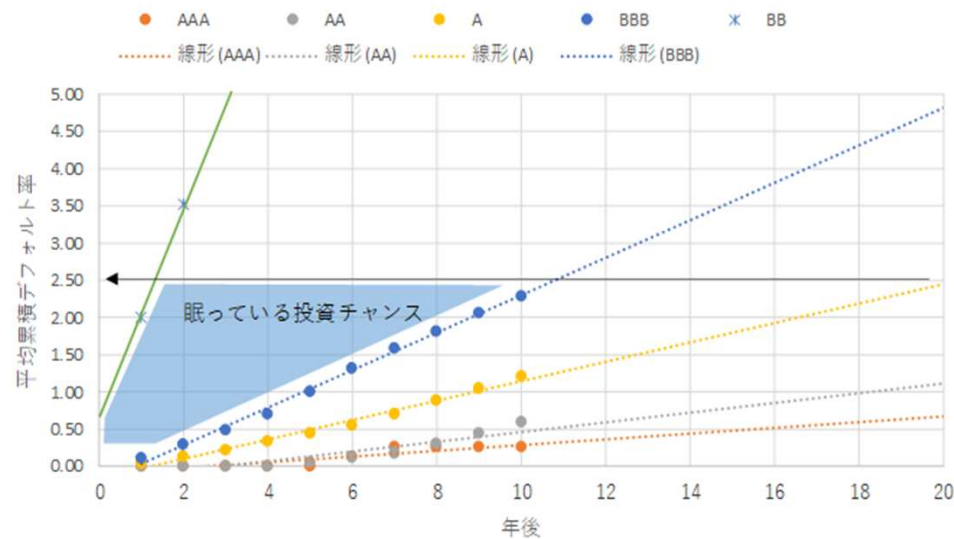
- 超低金利環境の長期化、投資家の利回り追求姿勢は強まるばかり
- 国内企業のクレジットファンダメンタルズは良好
- 会社法改正で社債管理に選択肢（社債管理補助者制度）
- 適切なコベナント付与への機運も高まりつつある

HY債市場創設・発展に対する投資家の見解



（出所）大和証券の投資家向けアンケート結果より（2019年1月）

平均累積デフォルト率（%）



（出所）2020年6月30日R&I公表データより大和証券作成

“Speak Out”(声を上げる) 対 金融庁

事業会社のハイブリッド証券

➤ 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

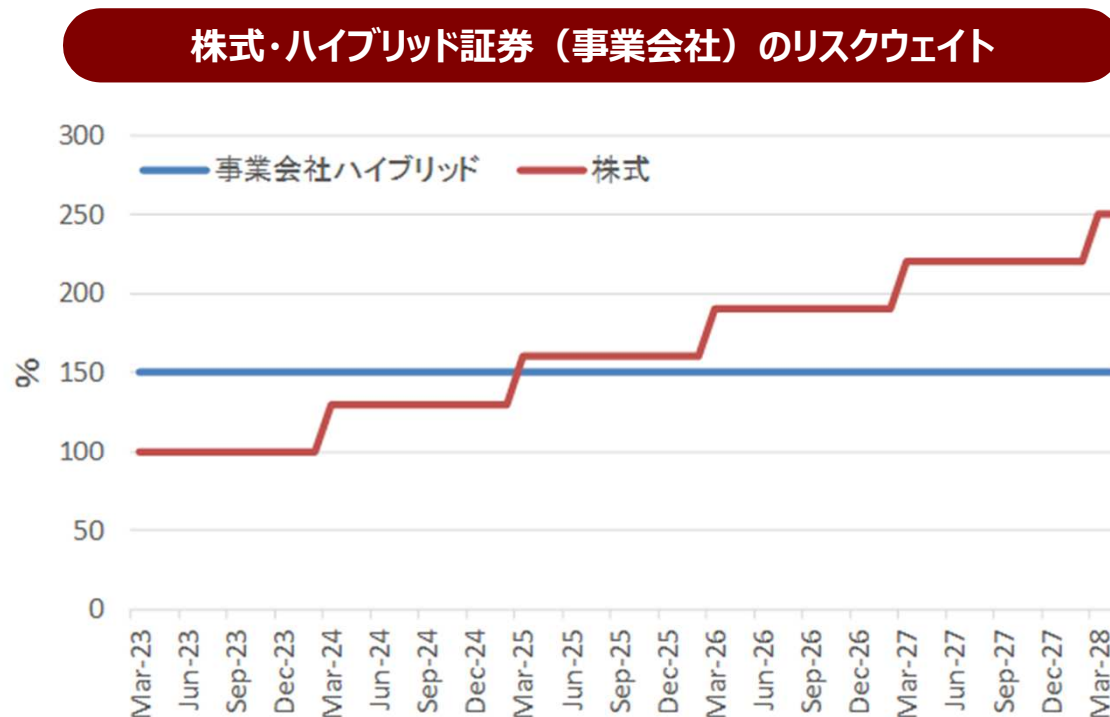
- 地域金融機関の需要減退
- 地域金融機関の需要を見越した他投資家の需要も減退する可能性
- 格付けの高いハイブリッド債の条件悪化（利回り上昇）
- 発行の鈍化も

⇒但し、懸念された何れの事象も起きていない

“Speak Out”(声を上げる) 対 金融庁

➤ リスク選好を助長し兼ねない

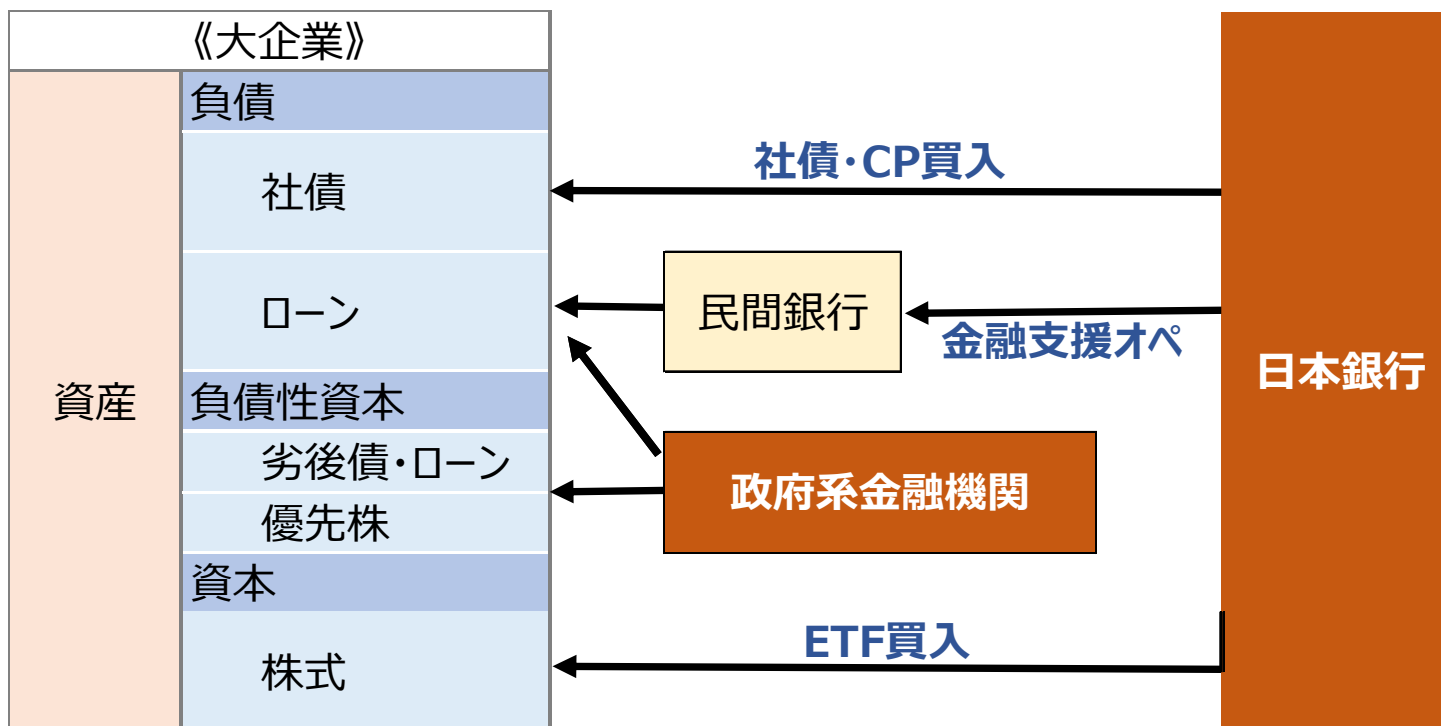
- 負債性資本商品（ハイブリッド証券等）から株式へ
- ハイブリッド証券の投資は比較的リスクの高い（つまり格付けの低い）商品へ



（出所）各種資料より大和証券

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
- 社債買入れ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

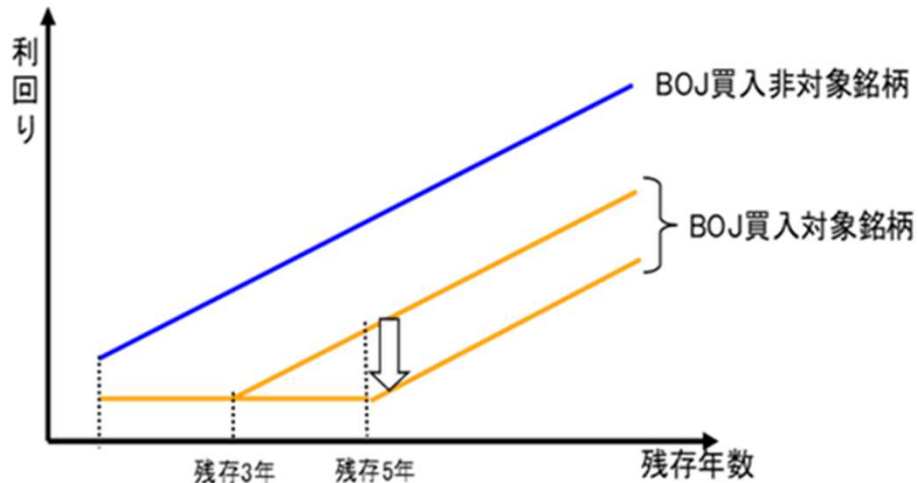


出所：各種資料より大和証券作成

“Speak Out”(声を上げる) 対 日銀

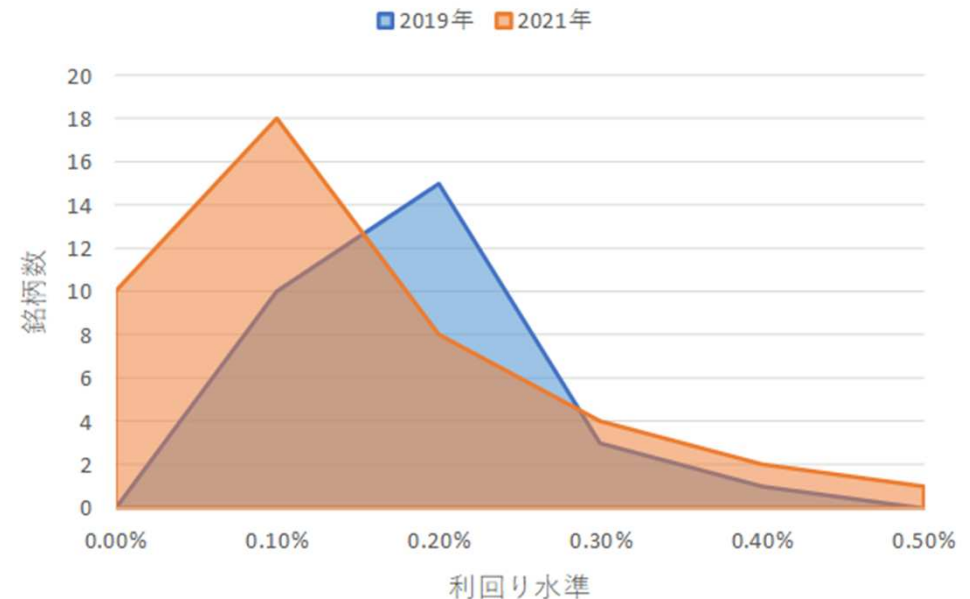
- 社債買入は道具箱へ戻すべき
- 続けるなら、購入範囲・手法・情報開示の改善を

社債買入オペによる社債利回り変化（模式図）



出所：大和証券作成

シングルA格銘柄5年債の起債条件（1月～5月）



注：発行条件の小数点下2桁を切り捨てて銘柄数をカウント

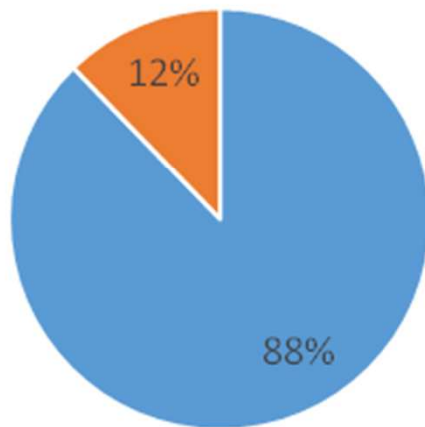
出所：大和証券調べ

“Speak Out”(声を上げる) 対 日銀

- 投資家は社債市場の安定化に寄与したと評価
- 一方、もう役割は終わったと大多数が考えている

コロナ禍発生後の社債買入れの拡大（額・年限）は
社債市場の安定化に寄与したと思いますか？

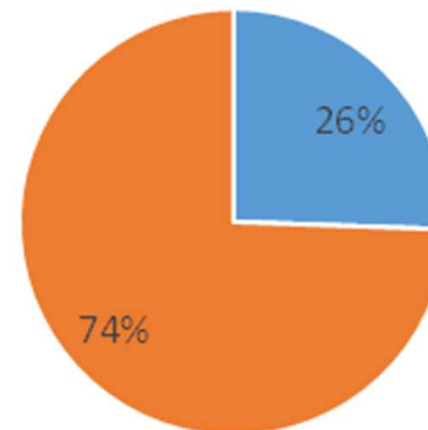
■ はい ■ いいえ



出所：大和証券作成

これからも現行の社債買入れ施策を
続けるべきだと思いますか？

■ はい ■ いいえ

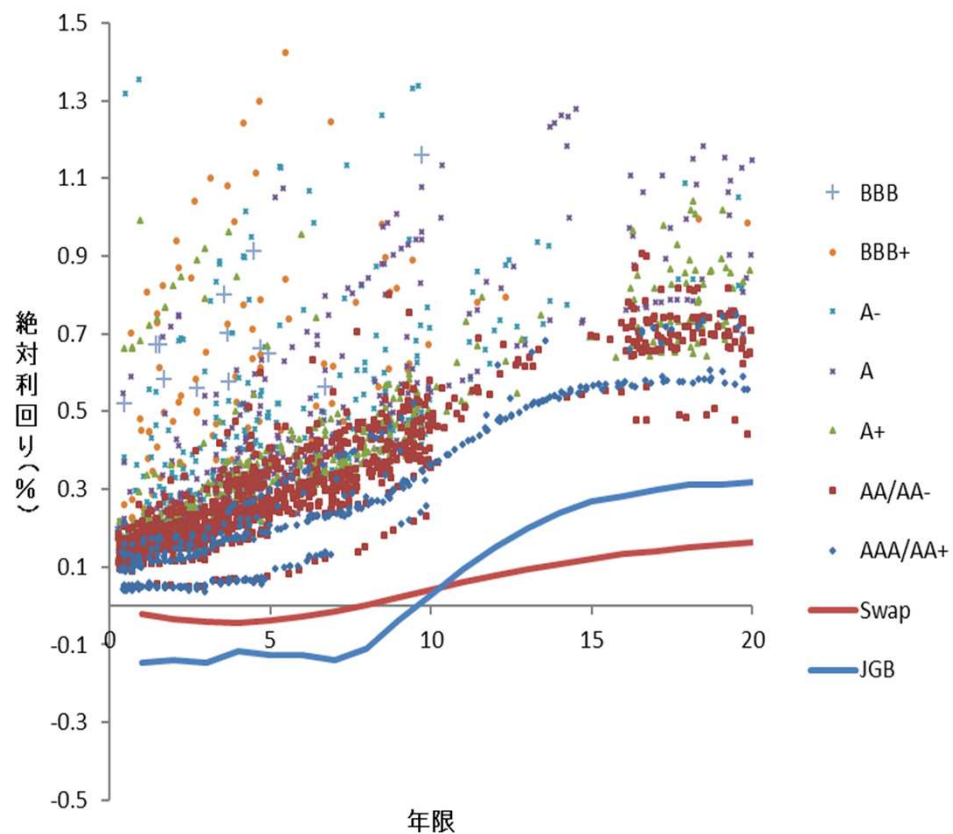


出所：大和証券作成

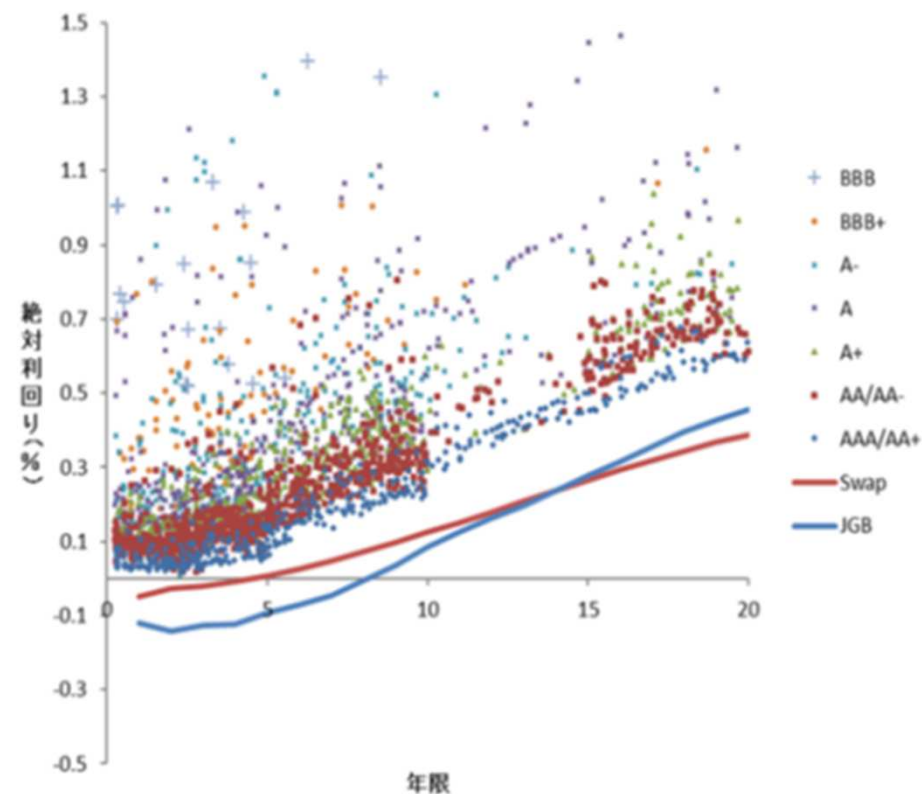
“Speak Out”(声を上げる) 対 日銀

各債券の利回り水準

2020年3月末時点



2021年5月末時点



日銀の気候変動問題への対応

- 気候変動対応投融資をバックファイナンス（4年0%？）
- 金融政策の有効性への影響を避けながら、気候変動リスク緩和への貢献を最大化
- マクロ経済の安定に資するといいつつ、政府の成長戦略を金融面からサポートする意図も
- グリーンボンド等の債券発行をクラウディングアウトする懸念も

具体的政策手段の比較評価

Table 2. Simplified comparative assessment of the selected generic options under review

	CREDIT OPERATIONS			COLLATERAL				ASSET PURCHASES	
	(1) ADJUSTING PRICING TO LENDING BENCHMARK	(2) ADJUSTING PRICING TO COLLATERAL	(3) ADJUSTING COUNTERPARTIES' ELIGIBILITY	(4) HAIRCUT ADJUSTMENT	(5) NEGATIVE SCREENING	(6) POSITIVE SCREENING	(7) ALIGNING COLLATERAL POOLS	(8) TILTING	(9) NEGATIVE SCREENING
CONSEQUENCES FOR MONETARY POLICY EFFECTIVENESS	Minimal	Negative	Strongly Negative	Minimal	Negative	Positive	Minimal	Minimal	Negative
CONTRIBUTION TO MITIGATING CLIMATE CHANGE	Positive	Positive	Positive	Positive	Positive	Positive	Positive	Positive	Positive
EFFECTIVENESS AS RISK PROTECTION MEASURE	Minimal	Minimal	Positive	Positive	Positive	Negative	Positive	Positive	Positive
OPERATIONAL FEASIBILITY	Negative	Negative	Minimal	Negative	Minimal	Minimal	Negative	Negative	Minimal

POTENTIAL IMPACT : ■ STRONGLY POSITIVE ■ MINIMAL ■ STRONGLY NEGATIVE ■ POSITIVE ■ NEGATIVE

The assessment is based on qualitative expert judgement, and more formal quantitative analysis may be needed. It aims to guide the reader through the report and should not be interpreted as recommending any measure. Colour-coding is used to avoid any "netting" across criteria. The table uses a limited number of colours for reasons of simplicity. More nuanced analyses of options are provided in Annex 1.

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&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.moodys.com/pages/default.ja.aspx>))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ)にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。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)及び同社子会社の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