マクロ

2025年11月4日

JTG証券 ストラテジー・レポート

利下げ維持期待を冷やしたFOMCメッセージと米ドル建て債券見通し

経済調査室
チーフ・インベストメント・ストラテジスト
上田　祐介

[本レポートのサマリー]

1. 本レポートの目的

- 2025年10月のFOMCを参照しつつ、2025年末及びそれ以降にかけての米国債券相場と為替相場についての弊社の見方を紹介する。

2. 2025年10月のFOMC声明、議長記者会見で示されたメッセージ

- 10月のFOMCでは政策金利の目標レンジを3.75～4.0%に0.25%の引き下げ（2会合連続）。
- 量的引締め（QT;保有残高の縮小）を12月1日で終了。
- 準備預金の付利を3.90%とする
- 投票では反対者2名（ミラン理事＝0.50%利下げを主張、シュミッド総裁＝据置きを主張）

3. パウエル議長記者会見で示されたメッセージ

- 12月のFOMCでは、利下げを1回スキップする可能性に言及。12月のフォワードガイダンスができる状況ではない程度に、FRB内でも金融政策スタンスが割れている状況。
- マネーマーケットのタイト化兆候など、流動性共有を適正化する必要性。QT終了判断へ。
- 短期的にインフレは上振れ、雇用は下振れのリスクが存在。リスクのバランスにより適宜判断。

4. 弊社の金利想定と着目点

弊社予想：

- 2025年12月の利下げはこれ以上なし。2026年6月までにさらに1回程度の利下げ（→3.75%）、2026年末までにも1回程度（→3.50%）の利下げを想定。
- 米10年金利は、2025年12月末に4.02%まで、2026年6月末に3.98%とほぼ同水準を維持。
- 米ドル/日本円レートは、2025年12月末に149.7円/ドル、2026年6月末に149.4円/ドル、2026年12月末に148.8円/ドルと、140円台のボックス圏で推移と想定

審査承認済　2025-R082

JTG 証券　ストラテジー・レポート

利下げ維持期待を冷やした FOMC メッセージと米ドル建て債券見通し

JTG 証券　チーフ・インベストメント・ストラテジスト　上田　祐介

1. 本レポートの目的

2025 年 10 月 29 日に終了した FOMC を参照しつつ、2025 年末及びそれ以降にかけての米国債券相場と為替相場についての弊社の見方を紹介する。

2. 2025 年 10 月の FOMC 声明、議長記者会見で示されたメッセージ

[ポイント]

- 10 月の FOMC では政策金利の目標レンジを 3.75～4.0%に 0.25%の引き下げ（2 会合連続）。
- 量的引締め（保有残高の縮小）を 12 月 1 日で終了。
- 準備預金の付利を 3.90%とする
- 投票では反対者 2 名（ミラン理事＝0.50%利下げを主張、シュミッド総裁＝据置きを主張）

10 月の FOMC では政策金利の目標レンジを 3.75～4.0%に 0.25%の引き下げ（2 会合連続）

2025 年 10 月 28 日～29 日、米国連邦公開市場委員会（以下、FOMC）が開催され、

- 政策金利指標であるフェデラルファンド（FF）金利は、2 会合連続となる▲0.25%の引き下げが行われ 3.75～4.0%とすること。
- 2025 年 12 月 1 日に保有証券の削減(QT)を終了すること（以降は償還全額を再投資、ただし流動性逼迫への配慮から、MBS 償還分の再投資対象は短期の T ビルが中心に）。
- 準備預金の付利を 3.90%とすること（直前までは 4.15%）。

等が決定され、全面的に金融緩和方向へと向かう政策判断が行われた。また、この決定にあたっては、2 名の理事が反対意見を表明し、ミラン理事は 0.50%の利下げを、シュミッド総裁は据置きを、それぞれ主張した。

また、以下の図表 1 には、2025 年 10 月 29 日付で公表された FOMC 声明文に記載された内容について、前回との差異を比較した（赤字は変更のあった表現を示している）。政策決定内容以外の主な差は、雇用とインフレの悪化が今年に進んだことを確認し、政府機関閉鎖影響で 8 月より後の労働統計は出ていなくとも、他の指標で雇用が悪化していることを認めている点、などとなっていた。

図表1　FOMC声明の前回(2025/9)から今回(2025/10)における変化

	2025/9/17 FOMC声明	2025/10/30 FOMC声明
	https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20250917a.htm	https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20251029a.htm
米国経済の現状認識	最近の指標は経済活動が今年前半に緩やかになったことを示唆している。雇用の伸びは減速し、失業率は小幅上昇したものの低水準にとどまっている。インフレ率は上昇し、いくぶん高止まりしている。	利用可能な指標は経済活動が緩やかなペースで拡大していることを示している。雇用の伸びは今年減速し、失業率は小幅上昇したものの8月まで低水準にとどまっている。**より最近の指標もこれらの動きと一致している。**インフレ率は年初から上昇し、いくぶん高止まりしている。
米国の金融システムと、信用引き締めの影響	委員会は、雇用の最大化と長期に持続的に2%のインフレ率を達成することを目指している。経済見通しの不確実性は依然として高い水準にある。委員会は２つの使命の両面に対するリスクを注視しており、雇用の下振れリスクが高まったと判断している。	委員会は、雇用の最大化と長期に持続的に2%のインフレ率を達成することを目指している。経済見通しの不確実性は依然として高い水準にある。委員会は２つの使命の両面に対するリスクを注視しており、ここ数か月で雇用の下振れリスクが高まったと判断している。
政策金利に関する決定	目標を支援するため、リスクのバランスの変化を考慮し、委員会はフェデラルファンド金利の目標レンジを0.25ポイント引き下げ、4.00～4.25%にすることを決定した。 委員会はFF金利の目標誘導レンジに対するさらなる調整を検討する上で、今後入手するデータや変化する見通し、リスクのバランスを慎重に見極め	目標を支援するため、リスクのバランスの変化を考慮し、委員会はフェデラルファンド金利の目標レンジを0.25ポイント引き下げ、**3.75～4.0%**にすることを決定した。 委員会はFF金利の目標誘導レンジに対するさらなる調整を検討する上で、今後入手するデータや変化する見通し、リスクのバランスを慎重に見極める。
金融政策の全体感と、量的緩和からの正常化	当委員会は、財務省証券、政府機関債および政府機関住宅ローン担保証券の保有残高の削減を継続する。委員会は、最大限の雇用を支え、インフレ率を2%の目標に戻すことに強くコミットしている。	**当委員会は、12月1日をもって保有証券の削減を終了することを決定した。**委員会は、最大限の雇用を支え、インフレ率を2%の目標に戻すことに強くコミットしている。
今後の政策決定スタンス、判断材料	金融政策の適切なスタンスを評価する際、委員会は、経済見通しに関する入ってくる情報の意味を引き続き監視する。委員会は、委員会の目標達成を妨げる可能性のあるリスクが出現した場合、金融政策のスタンスを適宜調整する用意がある。委員会の評価は、労働市場の状況、インフレ圧力とインフレ期待、金融および国際情勢に関する読みなど、幅広い情報を考慮に入れる。	金融政策の適切なスタンスを評価する際、委員会は、経済見通しに関する入ってくる情報の意味を引き続き監視する。委員会は、委員会の目標達成を妨げる可能性のあるリスクが出現した場合、金融政策のスタンスを適宜調整する用意がある。委員会の評価は、労働市場の状況、インフレ圧力とインフレ期待、金融および国際情勢に関する読みなど、幅広い情報を考慮に入れる。
賛成・反対	金融政策決定に賛成票を投じたのは、ジェローム・H・パウエル議長、ジョン・C・ウィリアムズ副議長、マイケル・S・バー、ミシェル・W・ボウマン、スーザン・M・コリンズ、リサ・D・クック、オースタン・D・グールスビー、フィリップ・N・ジェファーソン、アルベルト・G・ムサレム、ジェフリー・R・シュミッド、クリストファー・J・ウォラー。この措置に反対票を投じたのは、ステファン・I・ミランで、彼は今回の会合でFF金利の目標レンジを1/2%ポイント引き下げることを希望した。	金融政策決定に賛成票を投じたのは、ジェローム・H・パウエル議長、ジョン・C・ウィリアムズ副議長、マイケル・S・バー、ミシェル・W・ボウマン、スーザン・M・コリンズ、リサ・D・クック、オースタン・D・グールスビー、フィリップ・N・ジェファーソン、アルベルト・G・ムサレム、クリストファー・J・ウォラー。この措置に反対票を投じたのは、ステファン・I・ミランで、彼は今回の会合でFF金利の目標レンジを1/2%ポイント引き下げることを希望した。ジェフリー・R・シュミッドは今回の会合でＦＦ金利の目標誘導レンジを据え置くことが望ましいと考えた。

（注）日本語訳は弊社の仮訳。詳細は出所リンクに含んだ原文をご参照いただきたい。表中の赤字・青字は2時点間の変更内容を表す。
出所：FOMC声明文より、JTG証券で作成

3. パウエル議長記者会見で示されたメッセージ

[ポイント]

- 12 月の FOMC では、利下げを 1 回スキップする可能性に言及。12 月のフォワードガイダンスができる状況ではない程度に、FRB 内でも金融政策スタンスが割れている状況。
- マネーマーケットのタイト化兆候など、流動性共有を適正化する必要性。QT 終了判断へ。
- 短期的にインフレは上振れ、雇用は下振れのリスクが存在。リスクのバランスにより適宜判断。

以下には、パウエル議長の記者会見での発言内容を抜粋した。

(i).今後の金融政策について

[政策金利について]

12 月利下げの 1 回スキップ可能性に言及

- 今年 2 回の利下げで「中立」金利まで 150bps まで接近した。ここで、1 会合は利下げを待ち様子を見る可能性も。(“we have… cut two… now we’re 150 basis points closer to neutral… maybe this is where we should at least wait a cycle.”)
- 12 月会合での追加利下げは既定路線ではなく、むしろ程遠い状況。フォワードガイダンスはできない状況。(“A further reduction… at the December meeting is not a forgone conclusion—far from it. Policy is not on a preset course.”)
- FOMC の委員内で 12 月の政策をどうするかについて、強い意見の相違が存在。(”there were strongly differing views… we haven’t made a decision about December…”)

[バランスシートの方針について(QT 停止の根拠と再投資)]

パンデミック期の過剰なベースマネー供給は解消

- 過去 3 年半で保有証券は 2.2 兆ドル減少し、名目 GDP 比で 35%から約 21%に縮小した。今後は、準備高が徐々に減少する一方で、通貨など他の負債が増える中、バランスシート規模を一定に保つ新たな段階に入る。

むしろ、マネーマーケットのタイト化兆候もあり流動性共有を適正化

- 準備高が十分な水準とみなせる基準への到達を示すシグナル(レポ金利上昇、SRF 利用増、EFFR の IORB 対比の上昇)が確認され、マネーマーケットのタイト化兆候から QT の停止を判断した。(“Signs have clearly emerged that we have reached [ample reserves]… repo rates have moved up… more use of our standing repo facility… the effective federal funds rate has begun to move up relative to the rate of interest on reserve balances…”)

残存の長いエージェンシーMBS は、短期の T ビルに再投資。加重平均残存期間を短期化

- エージェンシーMBS の償還元本は T ビルに再投資し、FED が保有する債券ポートフォリオの加重平均残存を国債全体に近づける。(“will reinvest the proceeds from [agency] securities in Treasury bills… move the weighted average maturity… closer to that of… Treasury securities.”)

(ii). 経済成長(GDP)

- 経済活動は緩やかなペースで拡大を続けている。個人消費の強さが寄与。企業の設備投資や無形資産への投資も拡大を継続。住宅は弱い。政府閉鎖は一時的に下押しも、解除後は巻き戻る見込み。(“economic activity has been expanding at a moderate pace… stronger consumer spending… housing sector remains weak… shutdown… will weigh… but… should reverse.”)

(iii). 雇用・労働市場

- 失業率は相対的に低い一方で、雇用者数の増加は顕著に減速した。移民の減少・労働参加率の低下により労働人口の供給の伸びが鈍化している。(“unemployment rate remained relatively low… Job gains have slowed significantly… decline in the growth of the labor force, due to lower immigration and labor force participation…”)
- 9月分の公式雇用統計は政府閉鎖の影響で遅れているが、入手可能な情報からは、解雇・採用ともに依然として低水準にとどまる状況。
- こうした動きから、最近数か月は労働市場の活発さがやや失われ、**雇用の下振れリスクが高まっている**と感じている。(” downside risks to employment appear to have risen.”)

(iv).インフレ(物価上昇)の現状と見通し

- インフレ率は2022年半ばのピーク時から大きく低下したが、なおやや高め。過去12か月のPCEは総合・コアとも約+2.8%上昇した。財価格が上振れする一方、サービス価格は鈍化が続く。関税影響で、短期の市場のインフレ期待は上振れしているが、長期的なインフレ期待はおおむね2%目標と整合的。(” Inflation has eased significantly… remains somewhat elevated… estimates… PCE… 2.8 percent… goods picked up… services… disinflation… Near-term… expectations have moved up… on news about tariffs… longer-term expectations remain consistent with our 2 percent goal.”)

(v). リスク評価と運営方針

- 雇用と物価という二つの目標のバランスを取ることが求められている中、短期的にインフレは上振れ、雇用は下振れのリスクが存在。従来の枠組みに従い、今後も”バランス重視アプローチ”に基づき、データ・見通し・リスクのバランスにより判断していく。(“In the near term, risks to inflation are tilted to the upside and risks to employment to the downside… Our framework calls for… a balanced approach… we will… determine the appropriate stance… based on the incoming data, the evolving outlook, and the balance of risks.””)
- 関税影響は、一時的な価格水準の上昇にとどまり、長くは続かない可能性が高いと考えている。しかし、物価上昇の影響がより持続的になる可能性もあり、そのリスクを慎重に評価・管理する必要がある。

- 最近では雇用面の下振れリスクが強まっており、リスクの均衡が変化したことから、今回はより中立的な政策スタンスに一歩近づける判断を下した。

3．今後の相場の考え方

前述のとおり、FED 及びパウエル議長は、10 月の FOMC ではインフレ対策よりも足元で生じている雇用リスク対策に重心を移し、2 回連続の利下げを行った。ただし、12 月については、継続的な利下げを実施するかどうかについて、むしろ 1 回スキップする可能性にも言及していた。

米国経済は、非連続的な政策の影響の下で、従来型の景気循環論では説明しにくい状況にある。すなわち、経済成長とインフレが継続する一方で、労働指標は悪化を示すという 2 つの異なる方向性のリスクの顕在化だ。この背景には、トランプ政権による関税や外国人労働者への排斥的な政策なども影響しているが、省力化を伴い AI 投資の成長の一方で雇用者数により大きな影響を与える従来型の製造業が不調に留まるなど、産業構造の変化も影響している。

また、経済活動的にはインフレ影響による株高・不動産高などの資産効果が個人消費を下支えしているが、同時に国内消費や総所得の 2 極分化も進んでおり、計数的に見るよりもアメリカ経済の不安定性は増している。このような状況の中で、資金供給だけで雇用や経済の安定をはかることが極めて難しいことは、パウエル議長が重ねて指摘している通りだ。

また、今回の決議状況にもみられる通り、FRB 理事はトレンドとしての利下げに転じているわけではなく、今回も利下げをしないとの判断をする理事も存在した。以上の状況から、12 月の利下げはいったん見送られやすく、さらに 2026 年の 6 月にかけても、利下げペースはおおむね 2 度の FOMC に 1 度程度のペースで進められやすいものと、弊社では考える。

以上の前提から、将来の市場レートについて、図表 9 では米金利、図表 10 では為替レートについて、市場のコンセンサス予想（Bloomberg コンセンサス、水色部分）と、弊社予想（JTG 証券想定、オレンジ部分）を比較した。

両予想で最も異なる想定は 2025 年 12 月 FOMC における利下げ可能性であり、加えて 2026 年上半期における利下げの大きさ・ペースに対する考え方についても若干の差がある。

(i) コンセンサス予想による相場見通し（図表 9，10）

- 2025 年 12 月にあと 1 回の利下げを想定。(→3.75%近くまで)
- 2026 年中までに、計 2 回程度の利下げ(→3.25%近くまで)を想定。
- 米 10 年金利は、2025 年 12 月末に 4.12%、2026 年 6 月末に 4.08%程度を維持。
- 米ドル／日本円レートは、2025 年 12 月末に 147.0 円/ドル、2026 年 6 月末に 142.5 円/ドル、2026 年 12 月末に 140.5 円/ドルまでの円高に。

弊社予想：

- 2025 年 12 月の利下げはこれ以上なし。2026 年 6 月までにさらに 1 回程度の利下げ(→3.75%)、2026 年末までにも 1 回程度(→3.50%)の利下げを想定。
- 米 10 年金利は、2025 年 12 月末に 4.02%まで、2026 年 6 月末に 3.98%とほぼ同水準を維持。
- 米ドル/日本円レートは、2025 年 12 月末に 149.7 円/ドル、2026 年 6 月末に 149.4 円/ドル、2026 年 12 月末に 148.8 円/ドルと、140 円台のボックス圏で推移と想定

(ii). 弊社予想による相場見通し(図表 9, 10)

- 2025 年 12 月の利下げはこれ以上なし。(4.00%を維持)
- 2026 年 6 月までにさらに 1 回程度の利下げ(→3.75%)、2026 年末までにも 1 回程度(→3.50%)の利下げを想定。
- 米 10 年金利は、2025 年 12 月末に 4.02%まで、2026 年 6 月末に 3.98%とほぼ同水準を維持。(25 年金利は 4.7～4.8%程度を維持)
- 米ドル/日本円レートは、2025 年 12 月末に 149.7 円/ドル、2026 年 6 月末に 149.4 円/ドル、2026 年 12 月末に 148.8 円/ドルと、140 円台のボックス圏で推移と想定。

図表 9　米国金利指標に関する Bloomberg コンセンサス予想(2025/10/30 時点)と弊社想定の違い

	米国金利	前四半期末 2025/6	直近 2025/10/30	2025/12	2026/6	2026/12	2027/6	2027/12
Bloomberg	米中央銀行ﾚｰﾄ(%)	4.50	4.00	3.83	3.42	3.26	3.16	3.15
	米3ｶ月ﾚｰﾄ(%)	4.30	3.89	3.72	3.32	3.19	3.18	3.20
	米2年国債(%)	3.72	3.61	3.50	3.37	3.33	3.27	3.26
	米10年国債(%)	4.23	4.10	4.12	4.08	4.07	3.97	3.96
JTG想定	米中央銀行ﾚｰﾄ(%)	4.50	4.00	4.00	3.75	3.50	3.25	3.25
	米3ｶ月ﾚｰﾄ(%)	4.30	3.89	3.70	3.49	3.29	3.11	3.04
	米2年国債(%)	3.72	3.61	3.53	3.34	3.19	3.06	2.94
	米5年国債(%)	3.80	3.72	3.63	3.47	3.35	3.24	3.15
	米10年国債(%)	4.23	4.10	4.02	3.98	3.98	3.97	3.98

(注). Bloomberg コンセンサスは、同社が集計した市場予想値の集計値を、JTG 想定は弊社の想定値を、それぞれ示している。
出所：Bloomberg のデータをもとに、JTG 証券で作成。　　予想は 2025/10/31 時点

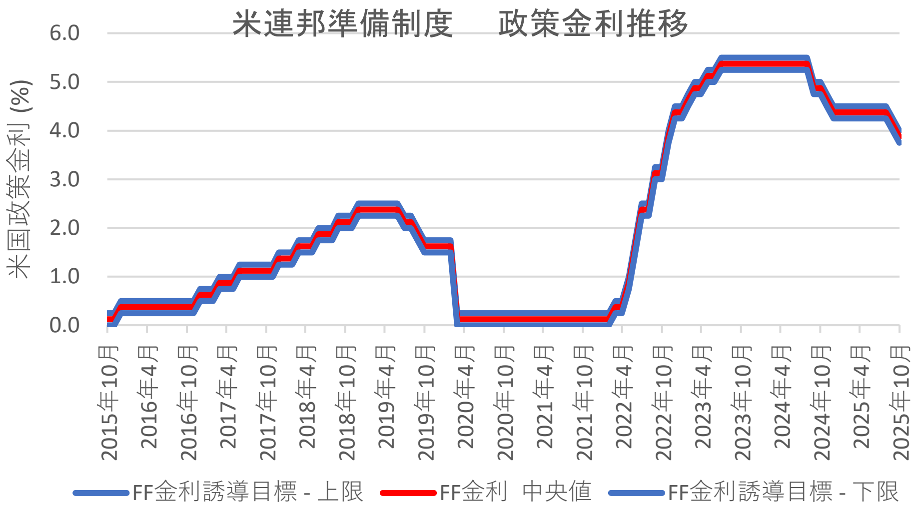
図表 10　米ドル/日本円の為替想定に関する Bloomberg コンセンサス予想(2025/10/30 時点)と弊社想定の違い

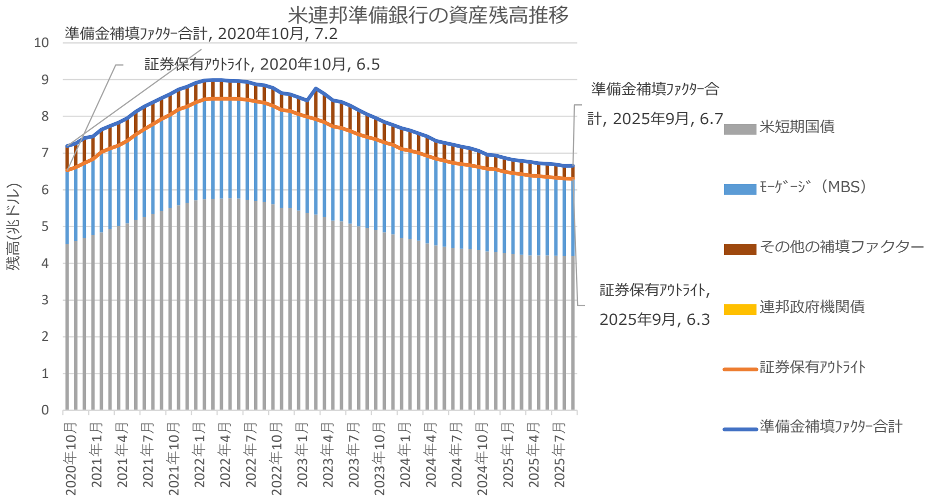
	為替想定	直近 2025/10/30	2025/12	2026/6	2026/12	2027/6	2027/12
Bloombergコンセンサス	円/米ドル	154.2	147.0	142.5	140.5	137.8	135.0
	円/ユーロ	178.5	173.0	172.0	168.0	166.5	165.0
	ユーロ/米ドル	1.157	1.180	1.200	1.210	1.205	1.200
JTG想定	円/米ドル	154.2	149.7	149.4	148.8	148.2	147.7
	レンジ（円高）		142.2	141.9	141.3	140.7	140.2
	レンジ（円安）		157.2	156.9	156.3	155.7	155.2

(注). Bloomberg コンセンサスは、同社が集計した市場予想値の集計値を、JTG 想定は弊社の想定値を、それぞれ示している。
出所：Bloomberg のデータをもとに、JTG 証券で作成。　　予想は 2025/10/31 時点

Appendix： 追加図表

追加図表 1　米国の金融政策の推移（政策金利の推移、及び米連邦準備銀行の資産残高推移）





出所：Bloomberg のデータをもとに、JTG 証券で作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義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。

〇登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

■ムーディーズ・レーティングスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・レーティングス（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://ratings.moodys.com/japan/ratings-news）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・レーティングスの信用格付は、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いません。 ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。	■S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。） グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社（金融庁長官（格付）第5号） 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.spglobal.com/ratings/jp/index）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered）に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について S&Pグローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。 信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。 S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。	■フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。） グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第７号） 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（https://www.fitchratings.com/ja）の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」（https://www.fitchratings.com/ja/regulatory）の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。 信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。 フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が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、2024年6月25日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、J トラストグローバル証券(以下、JTG 証券)が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は JTG 証券が行っております。

JTG 証券では調査部門の活動(リサーチ・レポート作成、リサーチ情報の伝達を含む)に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチ・レポート作成に関する適切な基本方針と手順等、 組織上管理上の制度について、日本証券業界によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

JTG 証券では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチ・レポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト(以下、同アナリスト)は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、 分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で JTG 証券が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性が客観的に検証しておりません。本資料内で JTG 証券以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について JTG 証券は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。
JTG 証券は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証を表明しておりません。また、JTG 証券は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において JTG 証券が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。JTG 証券では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、 JTG 証券は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、JTG 証券では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。JTG 証券は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象（直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況）についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。 特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。JTG 証券では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、JTG 証券及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と JTG 証券並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることにご留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。
間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、JTG 証券では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright　JTG 証券 Co. Ltd. All rights reserved.
本資料は JTG 証券の著作物であり、著作権法により保護されております。
JTG 証券の書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

東京都渋谷区恵比寿 4-20-3
恵比寿ガーデンプレイスタワー7 階
Jトラストグローバル証券株式会社 経済調査室
（金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号）
（貸金業者登録番号 東京都知事（1）第 31946 号）

ご投資にあたって

本資料に記載の内容を参考にしてお取引をされる場合、商品毎に以下の手数料等をご負担いただきます。

【上場株式等】

(国内株)
約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(但し約定代金の 1.1524%(税込)に相当する額が 3,300 円(税込)に満たない場合は 3,300 円(税込))の委託手数料をご負担いただきます。

(欧州株)
現地委託取引の場合、約定代金に対して最大 0.825%(税込)の委託手数料および現地諸費用等をご負担いただきます。

(欧州株以外の外国株)
現地委託取引の場合、約定代金に対して最大 0.880%(税込)(但し約定代金の 0.880%(税込)に相当する額が 1,650 円(税込)に満たない場合は 1,650 円(税込))の委託手数料および現地諸費用等をご負担いただきます。国内店頭取引(米国株のみ)の場合は、基準価格から所定のスプレッドを考慮して当社が提示する店頭売買価格でお取引いただきます。

【投資信託】
投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます

【債券等】
債券等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます。また、外貨建ての債券の場合、円貨と外貨を交換する際には外国為替市場の動向を踏まえて当社が決定した為替レートによるものとします。

高リスク商品のお取引における注意事項

【投資不適格債券】
一般的に投資適格債券と比較して利回りが高い一方で、価格変動が大きく、また、信用リスクをはじめとした各種リスクが高い商品です。

【劣後債】
企業が発行する社債の一種で、発行体の倒産・清算時における元利金の支払順位(債務弁済順位)が一般債務よりも低く、リスクが高い債券です。劣後債の中には償還期限の定めがないものもあり、「永久劣後債」と呼ばれます。また、「新型劣後債」や「実質破綻時債務免除特約付」の場合には、発行体または発行体が債務弁済の保証をする子会社の金融機関等の自己資本比率が一定の水準を下回った場合や監督当局の決定などにより、強制的に元本が削減されたり株式に転換されたりする特性があります。

投資リスクについて

各商品等には、株式相場、為替相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。

商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書または契約締結前交付書面をよくお読みください。

Jトラストグローバル証券株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長(金商)第 35 号
貸金業者登録番号 東京都知事(1)第 31946 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