

### Jリーートのスマートベータ指数を新開発

Global Markets Research

2017年9月15日

リサーチアナリスト

クオンツ・リサーチ

**大塚 小百合 - NSC**  
sayuri.otsuka@nomura.com  
+81 3 6703 1397

**清水 康弘 - NSC**  
yasuhiro.shimizu@nomura.com  
+81 3 6703 1748

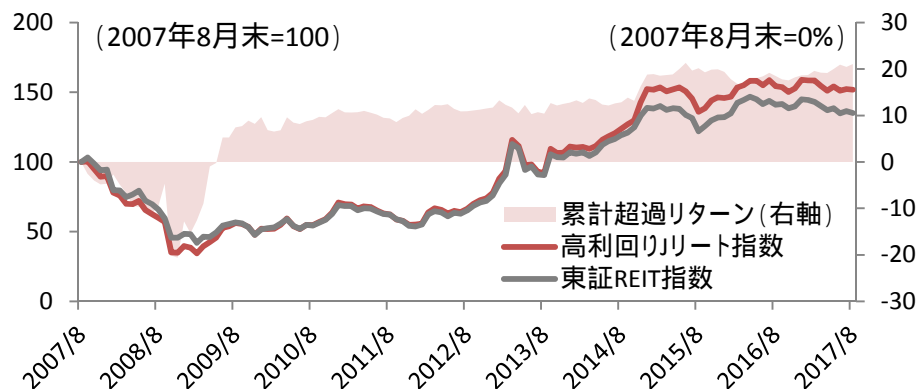
#### 予想分配金利回りが高いJリート銘柄を組み入れ

Jリート投資の魅力の一つに、高い分配金利回りが挙げられる。Jリートが持つこの魅力をより活かすため、当社では、野村高利回りJリート指数(以下、本指数)を開発した。本指数は、Jリートの中でも予想分配金利回りが相対的に高い銘柄を複数保有することで、個別銘柄リスクを抑えつつJリート市場平均を上回る分配金込みリターンの獲得を目指している。具体的には、時価総額や売買代金などに対する一定の基準を満たしたJリート銘柄の中から予想分配金利回りの高い30~40銘柄を選定する。また、予想分配金利回りの高い銘柄のウェイトを高めるように、利回りの高さをウェイトに反映させた非時価総額加重型指数としている。

本指数はJリーートのスマートベータ指数である。株式市場においては、高配当利回り銘柄の平均リターンが市場平均と比べて高いという傾向が知られており、このような特徴に基づいて定量的な基準で投資を行う「スマートベータ」と呼ばれる戦略が近年注目を集めている。Jリート市場においても、予想分配金利回りの高い銘柄がJリート市場平均をアウトパフォームする傾向があり、この超過リターンを獲得するために高利回り銘柄に定量的な基準で投資する本指数は、Jリーートのスマートベータ指数だといえる。

昨年1月末の日銀によるマイナス金利の導入後、利回りに対する投資ニーズは非常に高まっている。「高利回り」を追求することでJリート市場平均を上回る分配金込みリターンが期待できる本指数に連動する金融商品は、こうした投資ニーズに応える選択肢の一つとなろう。

図表 1: 野村高利回りJリート指数のパフォーマンス



(注) 分析期間は2007年9月から2017年8月。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。

出所: 野村

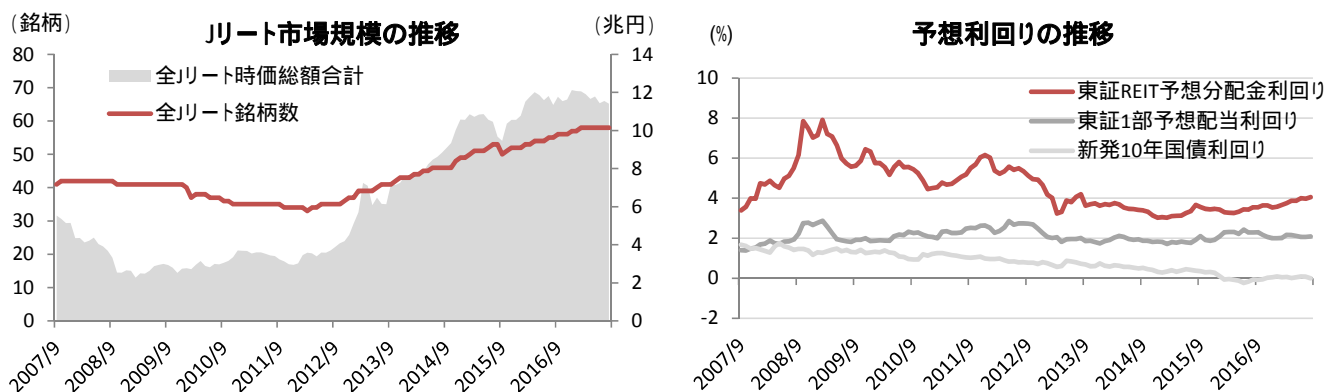
# 1. 相対的に高いJリートの予想利回り

2001年9月にJリート（上場不動産投資信託）2銘柄が東証に上場して以来、Jリート市場は拡大を続けている。直近2017年8月末時点におけるJリート市場全体の銘柄数は58銘柄、時価総額は11兆円を超えるまでになっている。Jリートが投資対象とする不動産の種類も、当初は「オフィス」のみであったが、最近は「オフィス」のほか、「住宅」、「商業施設」、複数の用途の不動産に投資する「複合型」や「総合型」など多様化している。

図表2に直近10年間におけるJリートの市場規模と予想分配金利回りの推移を示した。2012年半ば以降、Jリート市場は、銘柄数・時価総額ともに増加傾向にあることがわかる。また予想利回りの推移においては、国内の株式や債券と比較して、Jリートの予想利回りが高いことが目を引く。2017年8月末時点での東証REIT指数の予想分配金利回りは4%程度であり、株式の予想配当利回り（2%）、新発10年国債利回り（0%）と比べて高い水準にある。

昨年1月末の日銀によるマイナス金利導入後の低金利環境の下で、Jリートの利回りの高さは魅力的である。本指数は、Jリートの中でも予想分配金利回りが相対的に高い銘柄に分散投資することで、個別銘柄リスクを抑えつつJリート市場平均を上回る高い分配金込みリターン<sup>1</sup>を獲得することを目指して開発された。本指数に連動する金融商品は、利回りに対する投資ニーズに応える選択肢の一つとなろう。

図表2: Jリートの市場規模と予想分配金利回り



(注) 分析期間は2007年9月から2017年8月。右図の東証REIT予想分配金利回り、東証1部予想配当利回りは時価加重平均値。  
出所: 野村

<sup>1</sup> 本レポートでは、便宜的に受益証券および投資証券を株式、受益権の口数および投資口を株と表記する場合がある。また、便宜的に分配金を配当と表記する場合がある。

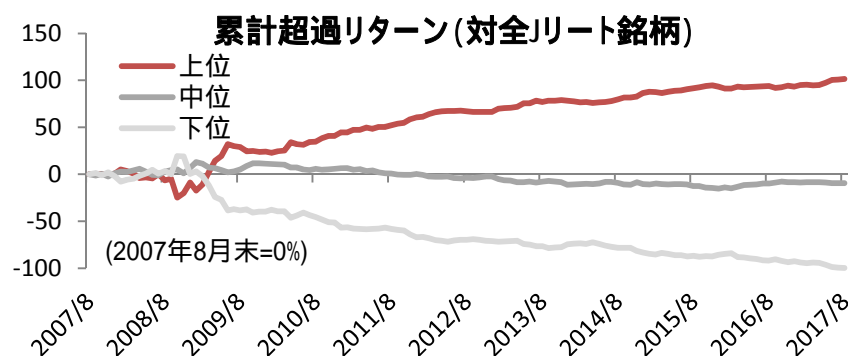
## 2.高利回りJリート銘柄は高リターンの傾向

ここでは、Jリート銘柄のリターンと予想分配金利回りの大きさとの関係を確認したい。具体的には、毎月初めに全Jリート銘柄を予想分配金利回りの大きさに別3つのグループに分けて、各グループのリターンを比較した。

図表3に示した分析結果では、予想分配金利回りが高いグループほど高リターンという傾向が明確である。これは、株式市場において高配当利回り銘柄が低配当利回り銘柄をアウトパフォーマンスしてきた傾向と似ている。ところで、高配当利回りなどの市場平均をアウトパフォーマンスする傾向があることが広く知られている銘柄共通の特徴に基づいた定量的な運用は「スマートベータ」とも呼ばれ、株式市場を中心に注目を集めている。Jリート市場においても、株式の高配当利回り銘柄に相当する高分配金利回り銘柄が市場平均をアウトパフォーマンスする傾向があり、高分配金利回り銘柄に定量的な基準で投資する本指数は、Jリーートのスマートベータ指数だといえる。本指数は、高い分配金利回りのみならず、高利回り銘柄が高リターンの傾向を持つという特徴により、Jリート市場平均を上回る分配金込みリターンの獲得を目指している。

ただし、図表3からは過去において常に高利回りグループが高リターンとなっていたわけではないことも確認できる。2008年の世界金融危機時には高利回りグループと低利回りグループのリターンが逆転している。これは金融市場全体でグローバルな信用不安が拡大した時期である。2008年は、初の(かつこれまでのところ唯一の)Jリート銘柄の破綻が起こった年でもある。高利回り銘柄は時価総額や流動性が相対的に低く、信用リスクが相対的に高い銘柄とも推察され、それがこの時期の低パフォーマンスにつながったと考えられよう。高利回りJリート銘柄の過去における高パフォーマンスの一部は、信用リスクを甘受することに対する代償(リスクプレミアム)であった可能性がある。高利回りJリート銘柄に投資する上では、このようなリスク特性に注意することが必要である。

図表3: 予想分配金利回りの大きさ別の3分位等金額ポートフォリオのパフォーマンス



(注) 分析期間は2007年9月から2017年8月。配当込みリターンベース。毎月月初時点に全Jリート銘柄(ベンチマーク)を予想分配金利回りの大きさ順に各グループが等銘柄となるように3グループに分け、各グループの等ウェイトリターンを算出して、ベンチマーク構成銘柄の等ウェイトリターンに対する超過リターンを累計した値を表示している。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。

出所: 野村

### 3. 指数のパフォーマンスと特徴

まず初めに、指数の概要について説明したい<sup>2</sup>。本指数は、予想分配金利回りが相対的に高いJリート銘柄を構成銘柄とする非時価総額加重型の指数であり、年1回定期入替時に銘柄が見直される。

図表4に本指数の構成方法の概要を示した。定期入替時には、まず「流動性等スクリーニング」によって時価総額や売買代金が小さい銘柄等を投資対象から除外する。そしてスクリーニングを通過した銘柄の中から、予想分配金利回りが高い順に30~40銘柄を選定する。選定銘柄の組入ウエイトは、予想分配金利回りが高い銘柄ほどウエイトが高くなるように決められる。

図表4: 野村高利回りJリート指数の構成方法概要

野村高利回りJリート指数	
銘柄母集団	全Jリート銘柄
流動性等スクリーニング	銘柄母集団の中で、以下の基準を満たす銘柄 ・累計時価総額上位98% ・過去60日平均日次売買代金上位95% ・上場1年超
選定銘柄数	「流動性等スクリーニング」を満たす銘柄数×0.8 (小数点以下第一位を四捨五入) 最大40銘柄、最小30銘柄
銘柄選択基準	「流動性等スクリーニング」を満たす銘柄から、予想分配金利回りの高い順に銘柄選定
加重方法	「予想分配金利回りスコア(注)×時価総額」加重 (個別銘柄のウエイト上限5%)
定期入替	年1回9月初

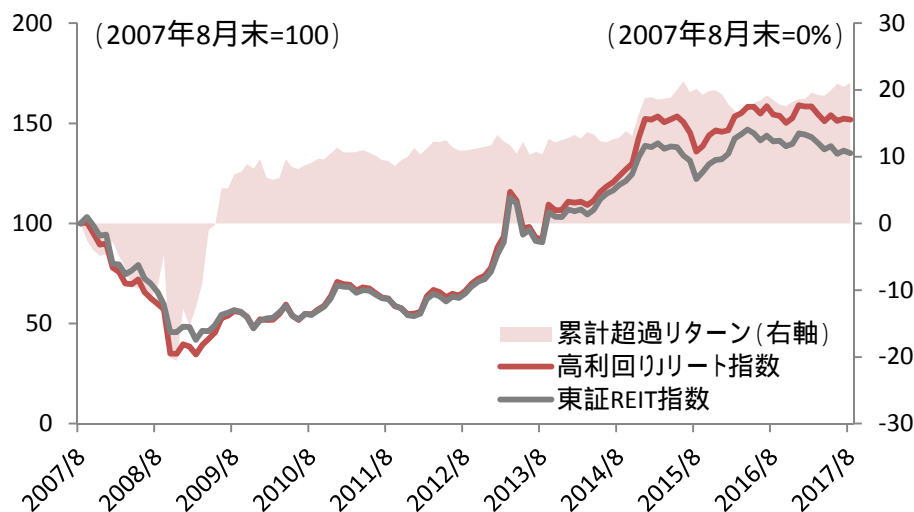
(注)「予想分配金利回りスコア」は、予想分配金利回りの大きさに基づいた0~1の値であり、値が大きいほど予想分配金利回りが大きいことを意味する。

出所: 野村

上記のルールに基づいて計算された本指数のパフォーマンスは図表5の通りである。過去10年間における本指数の絶対リターンは、平均リターンが年率7.2%、標準偏差が年率24.0%であり、東証REIT指数と比べて高リターン、高リスクとなっていた。超過リターンを見ると、本指数は東証REIT指数を年率平均2.1%アウトパフォーマンスしていた。ただし、2008年の世界金融危機時には東証REIT指数をアンダーパフォーマンスしていたことがわかる。この結果は、前節で見た分析結果と同様である。一方で、2009年以降は比較的安定した超過リターンが得られていたことも確認できる。

<sup>2</sup> 詳細については、2017年9月4日発行のインデックスルールブックを参照されたい。ルールブックや本指数の詳細情報については、当社証券市場インデックスのウェブサイト(<http://qr.nomura.co.jp/ip/nmjir/index.html>)で公開されている。

図表 5: 野村高利回りJリート指数のパフォーマンス

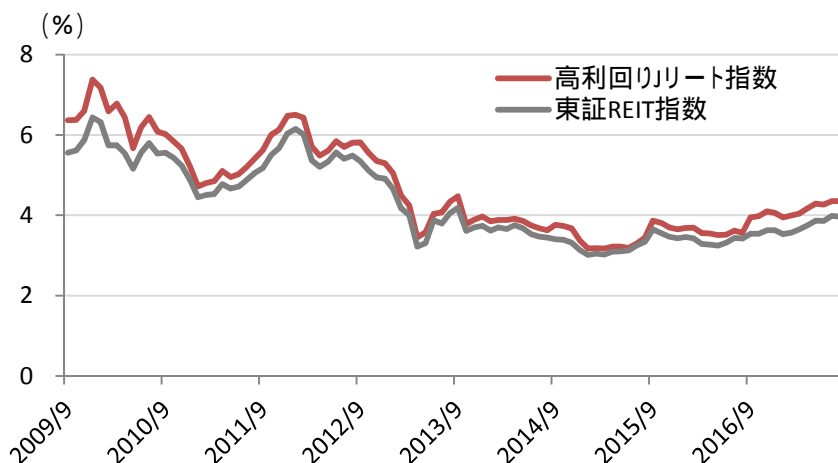


	絶対リターン		超過リターン	
	高利回りJリート	東証REIT	高利回りJリート	
平均リターン(年率%)	7.22	5.11	2.11	
標準偏差(年率%)	23.90	20.46	7.59	
リターン/リスク	0.30	0.25	0.28	

(注)分析期間は2007年9月から2017年8月。配当込み月次リターンベース。取引コストを含まない。過去の株価等に基づく分析であり、将来のパフォーマンスを保証するものではない。  
出所: 野村

図表 6 に、本指数と東証 REIT 指数の予想分配金利回りの推移を示した。指数のコンセプト通り、本指数の予想分配金利回りは東証 REIT 指数よりも高い傾向があることがわかる。

図表 6: 野村高利回りJリート指数の予想分配金利回り

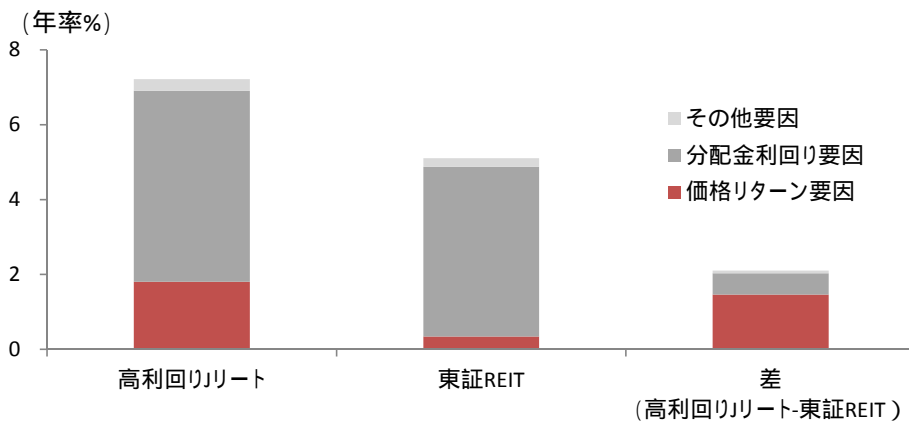


(注)分析期間は2009年9月から2017年8月。毎月月初時点の構成銘柄について、前月末時点の予想分配金利回りを指数ウエイトで加重平均した値。  
出所: 野村

ただし、本指数と東証 REIT 指数とを比較すると、予想分配金利回りの差はリターンの差ほどは大きくない。図表 7 は、本指数と東証 REIT 指数それぞれの分配金込みリターンを、価格リターンと分配金によるリターンとに要因分解したものである。過去 10 年間の平均で見ると、本指数・東証 REIT 指数共に「分配金利回り要因」が大きかった。一方で、その差（本指数の対東証 REIT 指数超過リターン）の大部分は「価格リターン要因」であった。高分配金利回り銘柄は、高い分配金によるインカムゲインだけではなく、Jリート市場平均を上回る価格の上昇によるキャピタルゲインによって高いリターンを獲得してきたのである。この傾向は、株式市場における高配当利回り銘柄の高パフォーマンスと共通している。このようなインカムゲインとキャピタルゲインの双方の効果により、本指数は Jリート市場平均に対して、予想分配金利回りの差以上の超過リターンを獲得することが期待されよう。

図表 7: 野村高利回り Jリート指数の分配金込みリターン要因分解

(2007年9月～2017年8月平均値)



(注)分析期間は2007年9月から2017年8月。指数リターンは月次ベース。「価格リターン要因」は「配当除リターン平均値」、「分配金利回り要因」は、定期入替時点(9月初)の予想分配金利回りの平均値、「その他要因」は、「配当込み指数リターン平均値」から「配当除指数リターン平均値」と「予想分配金利回り平均値」の合計を差し引いた値。

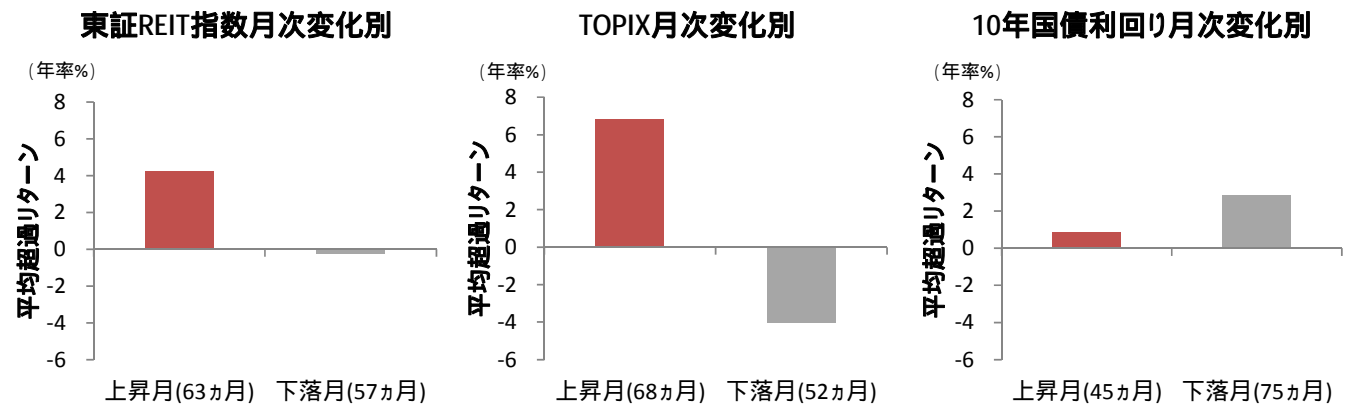
出所: 野村

図表 8 は、本指数の対東証 REIT 指数超過リターンを市場環境別に見たものである。ここでは Jリート市場、日本株市場、国内金利が上昇/下落した月別に超過リターンの平均値を比較している。Jリート市場や日本株市場が上昇した月、および国内金利が低下した月(債券価格が上昇した月)に平均超過リターンが大きい傾向があったことがわかる。高利回り Jリート銘柄は、Jリート市場や株式・債券市場に対するベータが Jリート市場平均と比べて高い傾向にあるようだ。これは、高利回りリート銘柄が相対的に高い信用リスクや流動性リスクを持っていることと関連している可能性がある。ただし、過去 10 年間の平均を見た場合には、東証 REIT 指数下落月のアンダーパフォーマンスは小さく、Jリート市場下落時における本指数の下落率は Jリート市場平均並みであった。



図表 8: 市況別に見た野村高利回りJリート指数の対東証REIT指数平均超過リターン

(2007年9月~2017年8月平均値)



(注) 分析期間は2007年9月から2017年8月。配当込み月次リターンベース。カッコ内の数字は対象月数。下落月には値が変化しなかった月を含む。

出所: 野村

最後に、2017年9月の定期入替後の採用銘柄の特徴についてご紹介したい。

図表9に示したように、本指数は東証REIT指数と比べて「高利回り」、「バリュー」、「小型」、「高収益性」という特徴がある。なお、株式市場において、これらの各特徴を持つ銘柄群がそれぞれ市場平均をアウトパフォームする傾向があることが知られているが、高利回りJリート銘柄がこれらの特徴を合わせ持っている点は興味深い。

株式市場と比べて歴史が浅いJリート市場であるが、今後さらに銘柄数が増えて市場規模が拡大していく中で、株式市場のように様々なスマートベータ指数が登場することも期待できよう。Jリート市場平均に対する超過リターンを獲得するために、本指数をご活用いただければ幸いです。

図表 9: 野村高利回りJリート指数構成銘柄の特徴

	高利回りJリート	東証REIT	高利回りJリートの特徴
予想分配金利回り(%)	4.47	3.98	高利回り
PBR(倍)	1.32	1.39	バリュー
平均時価総額(億円)	2,314	3,829	小型
実績ROE(%)	5.72	5.23	高収益性

(注) 分析時点は2017年7月末時点。野村高利回りJリート指数(2017年9月定期入替後の構成銘柄)、東証REIT指数の指数構成銘柄を対象として、指数ウェイトで加重平均した値。予想分配金利回りとROE(自己資本利益率)は年率換算値。予想分配金利回りは2017年定期入替において銘柄選定に用いた値。PBRは、純資産利回りを加重平均した値の逆数。

出所: 野村

# Appendix A-1

## アナリスト証明

我々、大塚 小百合 と 清水 康弘は、(1) レポートに記述されている全ての見方が私のここで議論した全ての証券や発行企業に対する私の見方を正確に反映していることを保証いたします。(2) さらに、私は私の報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで議論した推奨や見方によって、現在、過去、未来にわたって一切影響を受けないこと、ならびに、(3) 米国の NSI、英国の NIP あるいはその他の野村のグループ企業が行ったいかなる投資銀行案件とも関係ないことを保証いたします。

## 重要なディスクロージャー

### 当社に関するディスクロージャー

野村証券の親会社である野村ホールディングスの子会社又は関連会社、野村証券の役員が役員を兼務している会社、野村グループが株式を合計 1% 以上保有している会社および野村証券が過去 12 ヶ月間に株券、新株予約権証券又は新株予約権付社債券の募集又は売出しに関し主幹事を務めた会社につきましては、<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。

### リサーチのオンライン提供と利益相反に関するディスクロージャー

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

本レポートを作成したアナリストは、その一部は投資銀行業務によって得ている会社の総収入など、様々な要素に基づく報酬を得ています。特に断りがない限り、本レポートの表紙に記載されている米国外のアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)/ニューヨーク証券取引所(NYSE)の規定に基づくリサーチ・アナリストとしての登録・資格を得ておらず、NSI または ILCC の関係者ではない場合があります。また、調査対象企業とのコミュニケーション、公の場での発言、あるいはリサーチ・アナリスト個人が保有する証券の売買に関して、FINRA の規則 2711 や NYSE の規則 472 を適用されない場合があります。

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

## 評価の分布(野村グループ)

野村グループの株式リサーチのグローバルでの評価の分布は以下のとおりとなっています。  
50%が法令で定められた Buy レーティング、この Buy の企業の中で 37%が野村の投資銀行業務の顧客です。また、この Buy の企業の中で 0%が欧州経済領域の規制市場で売買を許可され、かつ野村が重要な証券サービスを提供している顧客です。42%が法令で定められた Hold レーティング(野村では Neutral)、この Hold の企業の中で 51%が野村の投資銀行業務の顧客です。また、この Hold の企業の中で 0%が欧州経済領域の規制市場で売買を許可され、かつ野村が重要な証券サービスを提供している顧客です。8%が法令で定められた Sell レーティング(野村では Reduce)、この Sell の企業の中で 8%が野村の投資銀行業務の顧客です。また、この Sell の企業の中で 0%が欧州経済領域の規制市場で売買を許可され、かつ野村が重要な証券サービスを提供している顧客です。(2017年06月30日現在)  
野村グループの説明は、ディスクレイマーの冒頭をご参照ください。  
重要な証券サービスは EU の市場濫用規制で定義されています。

## 評価の分布(インスティネット LLC)

インスティネット LLC の株式リサーチの評価の分布は以下のとおりとなっています。  
54%が法令で定められた Buy レーティング、インスティネット LLC は過去 12 ヶ月間に、この Buy の企業の 0%に投資銀行サービスを提供しました。41%が法令で定められた Hold レーティング(インスティネット LLC では Neutral)、インスティネット LLC は過去 12 ヶ月間に、この Hold の企業の 0%に投資銀行サービスを提供しました。5%が法令で定められた Sell レーティング(インスティネット LLC では Reduce)、インスティネット LLC は過去 12 ヶ月間に、この Hold の企業の 0%に投資銀行サービスを提供しました。

## 野村グループの株式リサーチの個別銘柄およびセクターのレーティングシステム定義

レーティングシステムは、マネジメントによる一定の裁量の下、ベンチマークに対する個別企業の予想パフォーマンスを表す相対システムです。アナリストの目標株価は、現時点での株式の内在妥当価値の評価です。目標株価の計算方法は、ディスカウント・キャッシュフロー、期待 ROE、相対評価等を含み、アナリストが定義します。アナリストは、(目標株価-株価)/株価として定義された、目標株価までの予想アップサイド/ダウンサイドに言及することもあります。「個別企業」

1 または Buy = 当該銘柄の今後 12 ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを上回るとアナリストが予想する場合

2 または Neutral = 当該銘柄の今後 12 ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマーク並みとアナリストが予想する場合

3 または Reduce = 当該銘柄の今後 12 ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを下回るとアナリストが予想する場合

レーティング保留(Suspended) = 法令や社内規定などにより、一時的にレーティング、目標株価および業績予想を保留する場合。

Not rated または未付与 = 野村のレギュラーカバーの対象ではありません。

ベンチマークは、以下の通りです。米国・欧州・日本を除くアジア:個別企業の評価方法のベンチマークをご参照ください。<http://go.nomuranow.com/research/globalresearchportal> にあるディスクロージャーをご覧ください。グローバル・エマージング市場(除くアジア):評価方法に別途記載がない限り MSCI エマージング市場(除くアジア)。日本:Russell/Nomura Large Cap



## 「セクター」

- 強気(Bullish) = 当該セクターの今後 12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを上回るとアナリストが予想する場合  
 中立(Neutral) = 当該セクターの今後 12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマーク並みとアナリストが予想する場合  
 弱気(Bearish) = 当該セクターの今後 12ヶ月間におけるパフォーマンスが、ベンチマークを下回るとアナリストが予想する場合  
 Not ratedまたはN/A = 当該セクターにレーティングがない場合

ベンチマークは、以下の通りです。米国:S&P500、欧州:ダウ・ジョーンズ STOXX®600、グローバル・エマージング市場:MSCI エマージング市場(除くアジア)、日本を含むアジア:セクターレーティングがありません。

## 目標株価

アナリストがレポートにおいて企業の目標株価に言及した場合、その目標株価はアナリストによる当該企業の業績予想に基づくもので、今後 12ヶ月での達成が期待されています。実際の株価は、当該企業の業績動向や、当該企業に関する市場や経済環境などのリスク要因により、目標株価に達しない可能性があります。

## ディスクレイマー

本資料は表紙に記載されている野村グループの関連会社により作成されたもので、表紙などに従業員やその協力者が記載されている1社あるいは複数の野村グループの関連会社によって単独あるいは共同で作成された資料が含まれます。ここで使用する「野村グループ」は、野村ホールディングス、およびその関連会社と子会社を指し、また、日本の野村證券(「NSC」)、英国のノムラ・インターナショナル plc(「Nlplc」)、米国のノムラ・セキュリティーズ・インターナショナル・インク(「NSI」)、インスティネット LLC(「ILLC」)、香港の野村国際(香港)(「NIHK」)、韓国のノムラ・フィナンシャル・インベストメント(韓国)(「NFIK」)(韓国金融投資協会(「KOFIA」)に登録しているアナリストの情報は KOFIA のイントラネット <http://dis.kofia.or.kr> でご覧いただけます)、シンガポールのノムラ・シンガポール・リミテッド(「NSL」)(登録番号 197201440E、シンガポール金融監督局に監督下にあります)、オーストラリアのノムラ・オーストラリア・リミテッド(「NAL」)(ABN 48 003 032 513)(オーストラリアのライセンス番号 246412、オーストラリア証券投資委員会(「ASIC」)の監督下にあります)、インドネシアの P.T.ノムラ・セキュリティーズ・インドネシア(「PTNSI」)、マレーシアのノムラ・セキュリティーズ・マレーシア Sdn. Bhd.(「NSM」)、台湾の NIHK 台北支店(「NITB」)、インドのノムラ・フィナンシャル・アドバイザー・アンド・セキュリティーズ(インド)プライベート・リミテッド(「NFASL」)、(登録住所: Ceejay House, Level 11, Plot F, Shivsagar Estate, Dr. Annie Besant Road, Worli, Mumbai- 400 018, India; 電話: +91 22 4037 4037、ファックス: +91 22 4037 4111; CIN 番号: U74140MH2007PTC169116、SEBI 登録番号(株式ブローカー): BSE INB011299030、NSE INB231299034、INF231299034、INE 231299034、MCX: INE261299034、SEBI 登録番号(マーチャントバンキング): INM000011419、SEBI 登録番号(リサーチ): INH000001014)、スペインの Nlplc マドリード支店(「Nlplc, Madrid」)が含まれます。リサーチ・レポートの表紙の表紙のアナリスト名の横に記載された「CNS タイランド」の記載は、タイのキャピタル・ノムラ・セキュリティーズ・パブリック・カンパニー・リミテッド(「CNS」)に雇用された当該アナリストが、CNS 及び NSL 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙の従業員氏名の横に記載された「NSFSPL」は、ノムラ・ストラクチャード・ファイナンス・サービスズ・プライベート・リミテッドに雇用された当該従業員が、インタ - カンパニー・アグリーメントに基づき、特定の野村の関連会社のサポートを行っていることを示しています。リサーチ・レポートの表紙のアナリスト名の横に記載された「BDO-NS」(「BDO ノムラ・セキュリティーズ・インク」を表します)の記載は、BDO ユニバンク・インク(「BDO ユニバンク」)に雇用され BDO-NS に配属された当該アナリストが、BDO ユニバンク、NSL 及び BDO-NS 間のアグリーメントに基づき、NSL にリサーチ・アシスタントのサービスを行っていることを示しています。BDO-NS は BDO ユニバンクと野村グループのジョイント・ベンチャーで、フィリピンの証券ディーラーです。

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

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

本資料中の意見または推定値は本資料に記載されている発行日におけるものであり、本資料中の意見および推定値を含め、情報は予告なく変わることがあります。野村グループは本資料を更新する義務を負いません。本資料中の論評または見解は執筆者のものであり、野村グループ内の他の関係者の見解と一致しない場合があります。お客様は本資料中の助言または推奨が各自の個別の状況に適しているかどうかを検討する必要があります。また、必要に応じて、税務を含め、専門家の助言を仰ぐことをお勧めいたします。野村グループは税務に関する助言を提供していません。

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

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

本資料中に含まれる MSCI から得た情報は MSCI Inc.(「MSCI」)の独占的財産です。MSCI による事前の書面での許可がない限り、当該情報および他の MSCI の知的財産の複製、再配布あるいは指数などのかかる金融商品の作成における利用は認められません。当該情報は現状の形で提供されています。利用者は当該情報の利用に関わるすべてのリスクを負います。これにより、MSCI、その関連会社または当該情報の計算あるいは編集に関してあるいは関係する第三者は当該情報のすべての部分について、独創性、正確性、完全性、譲渡可能性、特定の目的に対する適性に関する保証を明確に放棄いたします。前述の内容に限定することなく、MSCI、その関連会社、または当該情報の計算あるいは編集に関してあるいは関係する第三者はかかる種類の損失に対する責任をいかなる場合にも一切負いません。MSCI および MSCI 指数は MSCI およびその関連会社のサービス商標です。

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

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

当レポートに記載されている数値は過去のパフォーマンスあるいは過去のパフォーマンスに基づくシミュレーションに言及したものである場合があります。将来のパフォーマンスを示唆するものとして信頼できるものではありません。情報に将来のパフォーマンスに関する示唆が含まれている場合、係る予想は将来のパフォーマンスを示唆するものとして必ずしも信頼できるものではありません。また、シミュレーションはモデルと想定を簡略化に基づいて行われており、想定が過度に簡略化され、将来のリターン分布を反映していない場合があります。

特定の証券は、その価値または価格、あるいはそこから得られる収益に悪影響を及ぼし得る為替相場変動の影響を受ける場合があります。金融市場関連のリサーチについて：アナリストによるトレード推奨については、以下の2通りに分類されます；戦術的(tactical)トレード推奨は、向こう3ヶ月程度の見通しに基づいています；戦略的(strategic)トレード推奨は、向こう6ヶ月から12ヶ月の見通しに基づいています。これら推奨トレードについては、経済・市場環境の変化に応じて、適宜見直しの対象となります。また、ストップ・ロスが明記されたトレードについては、その水準を超えた時点で推奨の対象から自動的に外れます。トレード推奨に明記される金利水準や証券のプライスについては、リサーチレポートの発行に際してアナリストから提出された時点の、ブルームバーグ、ロイター、野村のいずれかによる気配値であり、その時点で、実際に取引が可能な水準であるとは限りません。本資料に記載された証券は米国の1933年証券法に基づく登録が行われていない場合があります。係る場合、1933年証券法に基づく登録が行われる、あるいは当該登録義務が免除されていない限り、米国内で、または米国人を対象とする購入申込みあるいは売却はできません。準拠法が他の方法を認めていない限り、いかなる取引もお客様の地域にある野村の関連会社を通じて行う必要があります。

本資料は、Nipicにより英国および欧州経済領域内において投資リサーチとして配布することを認められたものです。Nipicは、英国のブルーデンス規制機構によって認可され、英国の金融行為監督機構とブルーデンス規制機構の規制を受けています。Nipicはロンドン証券取引所会員です。本資料は、英国の適用される規則の意味する範囲での個人的な推奨を成すものではなく、あるいは個々の投資家の特定の投資目的、財務状況、ニーズを勘案したものではありません。本資料は、英国の適用される規則の目的のために「適格カウンターパーティ」あるいは「専門的顧客」である投資家のみを対象にしたもので、したがって、当該目的のために「個人顧客」である者への再配布は認められておりません。本資料は、香港証券先物委員会の監督下にあるNIHKによって、香港での配布が認められたものです。本資料は、オーストラリアでASICの監督下にあるNALによってオーストラリアでの配布が認められたものです。また、本資料はNSMによってマレーシアでの配布が認められています。シンガポールにおいては、本資料はNSLにより配布されました。NSLは、証券先物法(第289条)で定義されるところの認定投資家、専門的投資家もしくは機関投資家ではない者に配布する場合、海外関連会社によって発行された証券、先物および為替に関わる本資料の内容について、法律上の責任を負います。シンガポールにて本資料の配布を受けたお客様は本資料から発生した、もしくは関連する事柄につきましてはNSLにお問い合わせください。本資料は米国においては1933年証券法のレギュレーションSの条項で禁止されていない限り、米国登録ブローカー・ディーラーであるNSIにより配布されます。NSIは1934年証券取引所法規則15a-6に従い、その内容に対する責任を負っております。本資料を作成した会社は、野村グループ内の関連会社が、顧客が入手可能な複製を作成することを許可しています。

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

カナダ投資家へのお知らせ：本資料は個人的な推奨ではありません。また投資目的、財務状況、あるいは特定の個人または口座の特定のニーズを考慮したものではありません。本資料はオンタリオ証券委員会のNI 31-103のセクション 8.25に基づいてお客様へ提供されています。

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

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

## 日本で求められるディスクレイマー

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



当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料(換金時手数料)および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買の場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大1.026%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合、最大7,668円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.404%(税込み)(20万円以下の場合、2,808円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付の場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

CBの売買取引には、約定代金に対し最大1.08%(税込み)(4,320円に満たない場合は4,320円(税込み))の売買手数料をいただきます。CBを相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。CBは転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等によるCB価格の下落により損失が生じるおそれがあります。加えて、外貨建てCBは、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。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。

個人向け国債を募集によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただけます。個人向け国債は発行から1年間、原則として中途換金はできません。個人向け国債を中途換金する際、原則として次の算式によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利率を加えた金額より差し引かれます。(変動10年・直前2回分の各利子(税引前)相当額 $\times$ 0.79685、固定5年・固定3年:2回分の各利子(税引前)相当額 $\times$ 0.79685) 物価連動国債を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみをいただきます。当該商品の価格は市場の金利水準及び全国消費者物価指数の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。想定元金額は、全国消費者物価指数の発行時からの変化率に応じて増減します。利金額は、各利払時の想定元金額に表面利率を乗じて算出します。償還額は、償還時点での想定元金額となりますが、平成35年度以降に償還するもの(第17回償還以降)については、額面金額を下回りません。

投資信託のお申込み(一部の投資信託はご換金)にあたっては、お申込み金額に対して最大5.4%(税込み)の購入時手数料(換金時手数料)をいただきます。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、換金時の基準価額に対して最大2.0%の信託財産留保額をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、国内投資信託の場合には、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大5.4%(税込み・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。外国投資信託の場合も同様に、運用会社報酬等の名目で、保有期間中に間接的にご負担いただく費用があります。

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動します。従って損失が生じるおそれがあります。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。また、上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。

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

クレジット・デフォルト・スワップ(CDS)取引を当社と相対でお取引いただく場合は手数料をいただきません。CDS取引を行なうにあたっては、弊社との間で合意した保証金等を担保として差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、スワップの売り手の場合に受取る金額と買い手の場合に支払う金額には差があります。CDS取引は、原則として、金融商品取引業者や、あるいは適格機関投資家等の専門的な知識を有するお客様に限定してお取り扱いしています。

有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。証券保管振替機構を通じて他の証券会社へ株式等を移管する場合は、数量に応じて、移管する銘柄ごとに10,800円(税込み)を上限額として移管手数料をいただきます。

## 野村證券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会

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

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

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

Copyright © 2017 Nomura Securities Co., Ltd. All rights reserved.