

Global Quantitative Research

NOMURA

米国商業用不動産ローン担保 証券(CMBS)市場の現状

2009年7月30日
野村証券金融工学研究センター
シニア・クオンツ・アナリスト
進藤久佳

世界の監督機関は、商業用不動産関連市場の被害を懸念

IMFによる、金融危機の損失見積もり(米国)(09年4月)

	残高	予想償却額					予想累積 損失(%)
		08年10 月時	09年4 月時	内訳			
				(銀行)	保険	その他)	
ローン							
住宅ローン	5,117	170	431	206	22	204	8.4
商業不動産ローン	1,913	90	187	116	9	62	9.8
消費者ローン	1,914	45	272	169	14	89	14.2
コーポレート・ローン	1,895	120	98	61	5	32	5.2
地方債	2,669		80	50	4	26	3.0
ローン合計	13,507	425	1,068	601	53	414	7.9
証券化							
住宅ローン	6,940	580	990	604	99	287	14.3
商業不動産ローン	640	160	223	136	22	65	34.8
消費者ローン	677		96	59	10	28	14.2
コーポレート・ローン	4,790	240	335	204	33	97	7.0
証券化合計	13,047	980	1,644	1,002	164	477	12.6
ローンと証券合計	26,554	1,405	2,712	1,604	218	890	10.2

単位 10億ドル

出所) IMFのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

- 09年4月に、IMFは、今回の金融危機に伴う損失は世界で4兆ドルを越えるとの見積もりを公表。米国では2.7兆ドルとの予測。
- 昨年10月と比べ、09年4月の数字は大きく増えている。これは、Lehmanショックの影響と思われる。
- 特に、ローンで抱えているCREの損失が、消費者ローンと並び、大きく増えている。
- 中、小規模の地域銀行が、これらのCREを、かなりの額で保有していると思われる。SCAPのシナリオが実現すれば、相当数の地銀の自己資本比率は危険水準まで低下すると、WSJが報道(5月19日)

CRE: Commercial Real Estate

世界の証券化商品発行量

	年間ベース			四半期ベース(第1四半期)			四半期ベース(第2四半期)		
	2006	2007	2008	2007Q1	2008Q1	2009Q1	2007Q2	2008Q2	2009Q2
米国民間住宅RMBS	570.1	435.8	—	157.3	9.6	—	158.3	6.3	24.0
CDO(債務担保証券)	480.5	400.1	133.8	132.1	19.1	25.5	147.8	44.9	10.9
米国外住宅RMBS	369.8	457.0	840.0	121.2	40.7	85.8	141.5	269.0	98.8
商業用不動産CMBS	309.1	321.3	33.0	82.9	11.9	19.7	112.4	12.7	6.0
サブプライムRMBS	503.2	202.5	—	87.1	—	—	89.0	—	—
学生ローン	70.2	58.7	28.4	25.9	5.0	—	9.9	17.2	8.5
オートローン	62.9	50.6	47.0	7.2	14.7	6.9	24.3	18.6	8.9
クレジット・カード	79.2	96.6	78.3	25.3	28.6	3.0	23.8	25.6	21.1
その他	236.8	243.1	187.8	62.8	29.4	50.3	76.8	29.2	40.2
合計	2,681.8	2,265.7	1,348.3	701.8	159.2	191.2	783.9	423.3	218.4

単位:10億ドル
出所) ABS Alert

- 2008年の証券化商品の発行量は劇的に減っている。
- 米国外RMBSやCMBSの発行は、英国や欧州大陸で、中央銀行への担保として使われていることが多い。
- 09年第1四半期では、消費者金融ABSの発行量が急減。
 - 米国政府が、ABS救済プログラム(TALF)を公表した理由。
 - カード会社、自動車金融会社は、他の資金調達手段が限定的。

CMBS:商業用不動産ローン担保証券

TALF: Term Asset-Backed Securities Loan Facility

RMBSとCMBSの比較(米国)

プライムRMBSとCMBSの特徴の比較

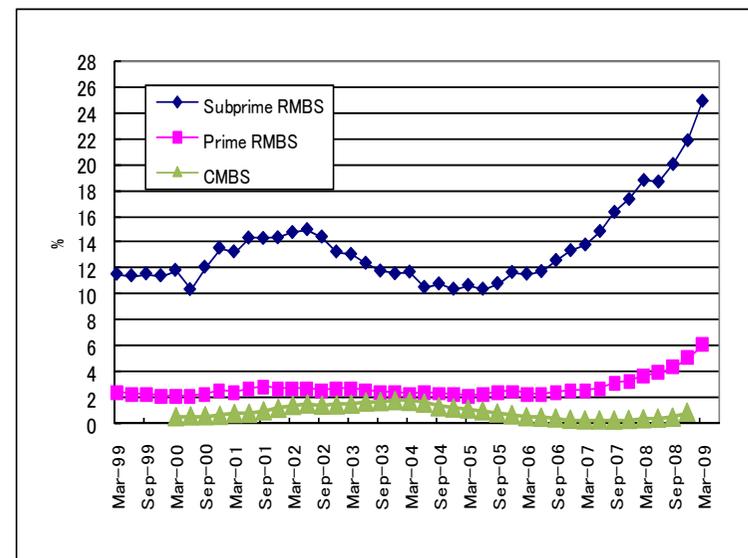
	CMBS(conduit/fusion)	固定金利RMBS(プライム)	ARM RMBS(プライム)
年限	満期10年	満期30年	満期30年
担保資産	商業用不動産	住宅ローン	住宅ローン
1件のローンの占める比率	比較的小さい。	非常に小さい。	非常に小さい。
キャッシュフロー	30年均等払いのスケジュールで元利返済。10年目で、残金を返済。10型もある。	30年元利均等払い。	当初2年(低利の)固定金利、3年目から変動金利。
早期償還リスク	小さい。	大きい。	大きい。
信用リスク	大きい。	比較的小さいと言われていた。	比較的小さいと言われていた。
信用補完法	優先劣後構造。	パススルーの場合も(GSEs)、優先劣後構造を使っている場合もある。	

出所)野村証券金融工学研究センター作成

- ◆ プライムRMBSの信用リスクは小さく、早期償還リスクが主要なリスクというのが、06年以前の見方。
- ◆ CMBSは、10年満期時点での返済額が大きく、借換えできないとデフォルトのリスクが大きい。

RMBS: Residential Mortgage Backed Security
 CMBS: Commercial Mortgage Backed Security
 ARM: Adjustable Rate Mortgage
 GSE: Government Sponsored Enterprise 政府系機関を指す。

RMBSとCMBSの延滞率の比較



出所) MBA、CMSAのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

- ◆ 現在、CMBS市場への懸念が高まっている。
- ◆ ただし、CMBSの延滞率は上昇しているが、RMBSと比べれば、まだ低水準*。

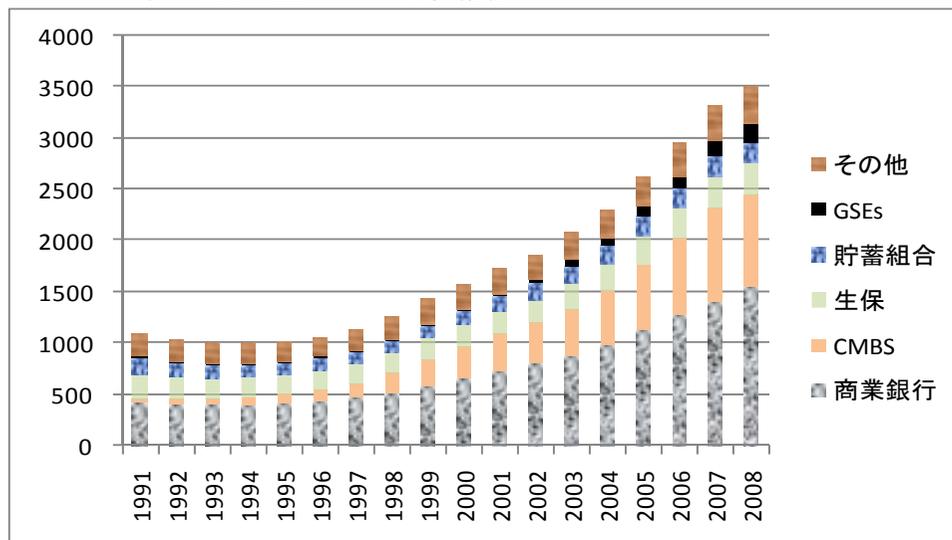
米国CMBSの抱える問題

- ① 返済期限到来のローンの借換え困難
 - ◆ CMBSは、住宅ローンと異なり、満期時に元本が相当額残っている。
- ② 延滞率の上昇
 - ◆ まだサブプライムやAlt Aほどではない。
- ③ 物件価格の急落
 - ◆ 破綻時の回収率に大きく影響。
- ④ 高格付け部分の大量格下げ危機
 - ◆ 08年までは、高格付け部分は殆ど無傷であった。
- ⑤ 新聞紙面を飾るようなデフォルト事例
 - ◆ GGP、Extended Stay、Red Roof Inn等
- ⑥ TALFとPPIP
 - ◆ はたして政府の援助で、不良資産の処分を進めることができるのか？

商業用不動産ローンの伸びと商業用不動産のリターンの推移

\$bn

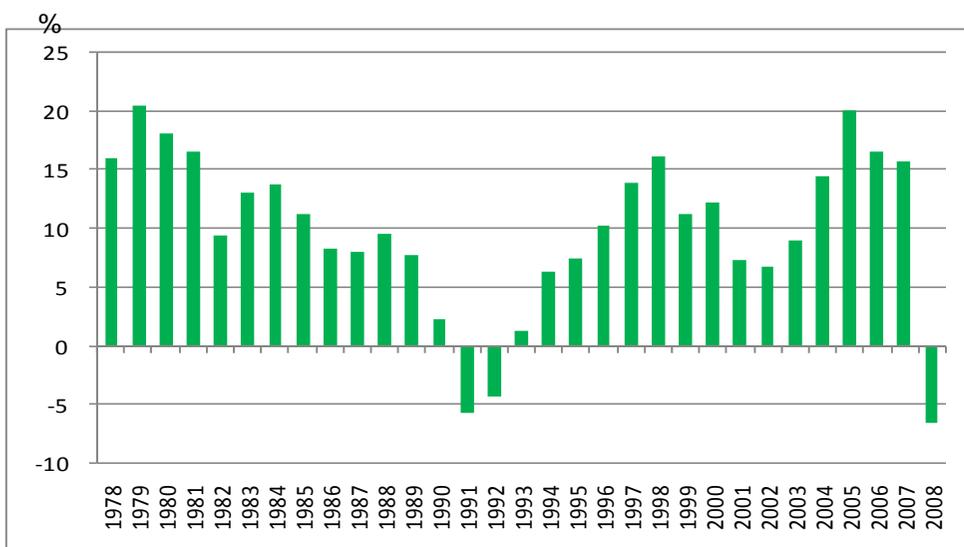
商業用不動産ローンの残高推移



- ローン残高は、08年末で3兆5,000億ドル程度。
- 96年位を境に、ローン残高は高い伸びを示している。年率10.5%の成長。
- 商業銀行、CMBS、生保の3者がCREの三大投資家
- 商業銀行は1.5兆ドル程度を保有。

出所) CMSA

商業用不動産投資のリターン

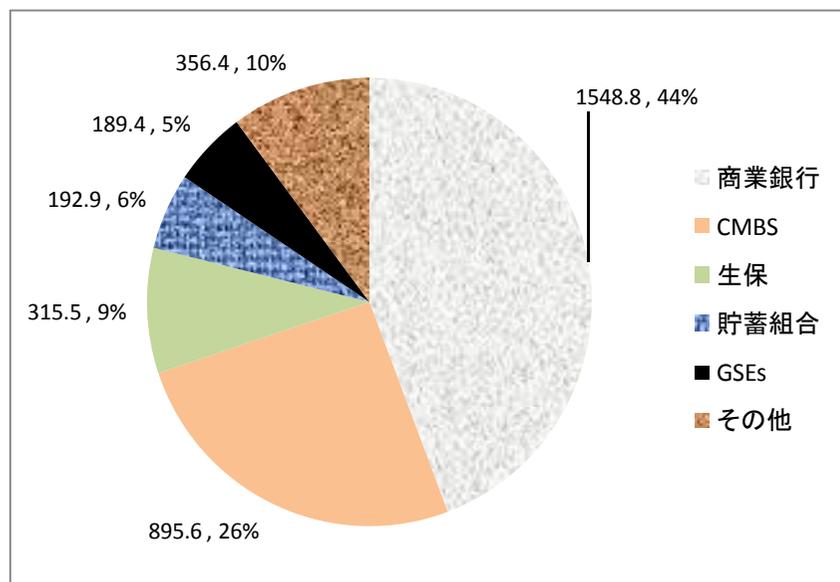


出所) CMSA

- 商業用不動産の投資リターンの推移
- 1978年からの平均リターンは9.93%。
- 90、91年に貯蓄組合の連鎖倒産。これが、CMBS市場誕生の契機となった。
- 01年からITバブル崩壊に伴い、リターンは低下。
- 08年は、91年以来のマイナス・リターン。

商業用不動産ローン市場の状況

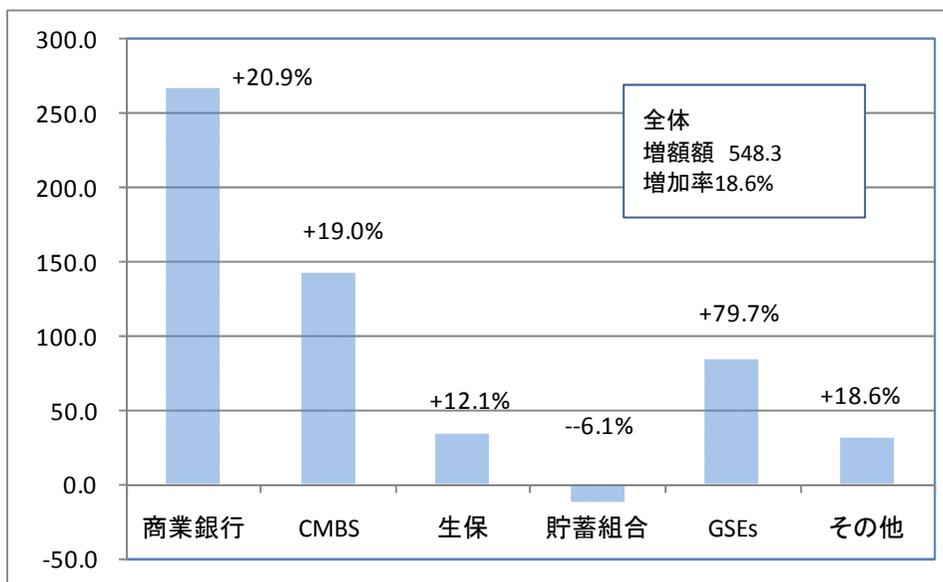
CREの保有内訳(08年末)



単位:金額は\$bn
出所)CMSA

- 商業銀行が約44%を占めている(1.5兆ドル)。
- CMBS保有額は9,000億ドルで、全体の約1/4。
- 生命保険の保有額が3,100億ドル強。

06年~08年のCRE増分の内訳

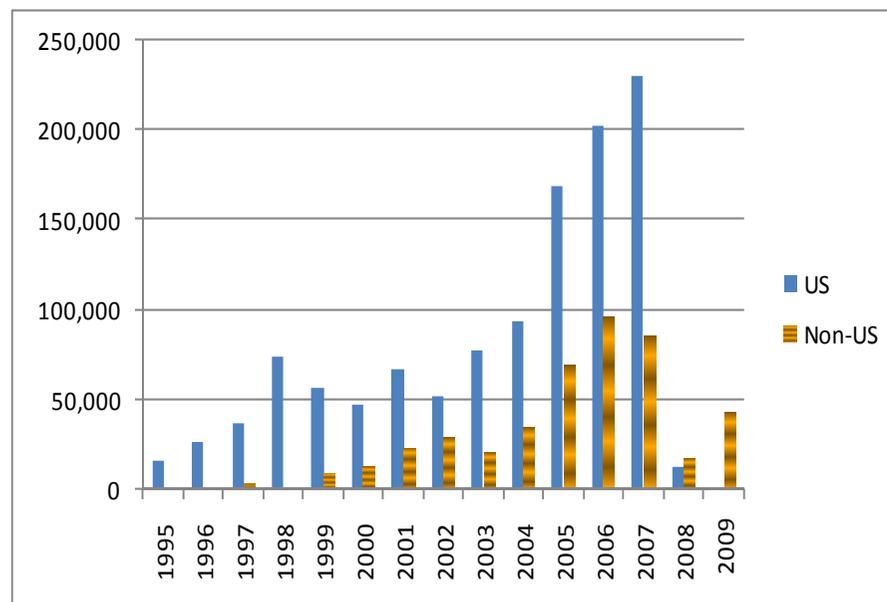


単位:金額単位は\$bn
出所)CMSA

- 06年末から08年末の間、残高は5,500億ドル程度、増加(増加率18.6%)。
- 商業銀行とCMBSの保有額は、全体とほぼ同率で増えている。
- 生保の保有増加率は市場平均を下回り、貯蓄組合はむしろ減らしている。
- GSEの保有金額が大きく伸びている。アパート物件の取得を増やしている模様。

05～07年の商用不動産ローン発行の状況

CMBSの発行量の推移



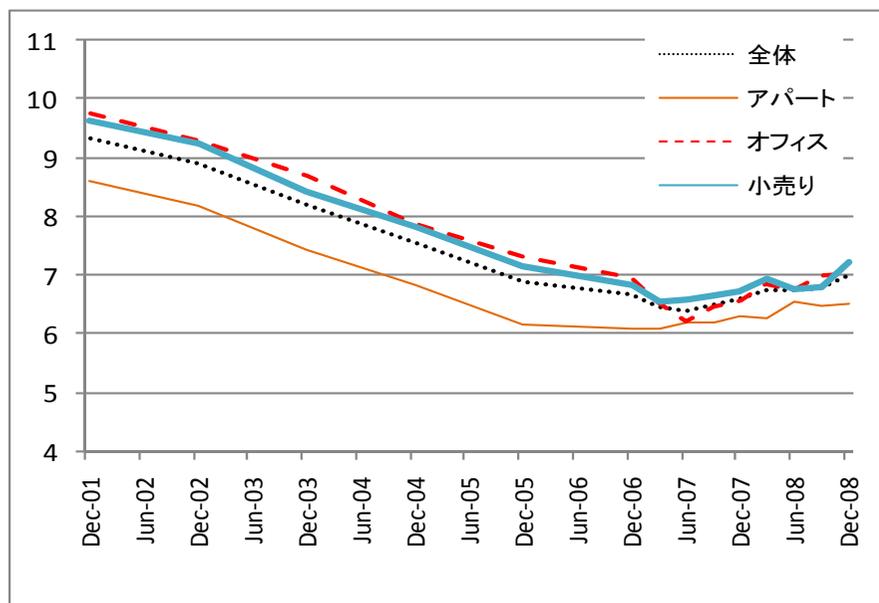
単位: \$mn

出所) CMBS Alert

- 今回の危機前では、2002、2003年に延滞の上昇が起こった。CMBS市場は2004年から回復に。特に、05年～07年の発行は高水準であった。
- 08年から、発行量は劇的に減少した。
- 08年、09年に米国外で発行された案件は、殆どが欧州の中央銀行の手元にある。

CMBSの発行条件の推移

米国のCap Rateの推移



単位: %
出所) CMSA

- 将来の予想キャッシュフローと物件価格の比を示すCap Rateは、00年以降、07年まで下降傾向を続けた。
- 07年以降、金融危機を踏まえ、若干上昇している。
- 05、06、07年と、プライシングや発行規模に関し、市場は強気であったことがうかがえる。

ジュニアAAA格の信用補完率の変化

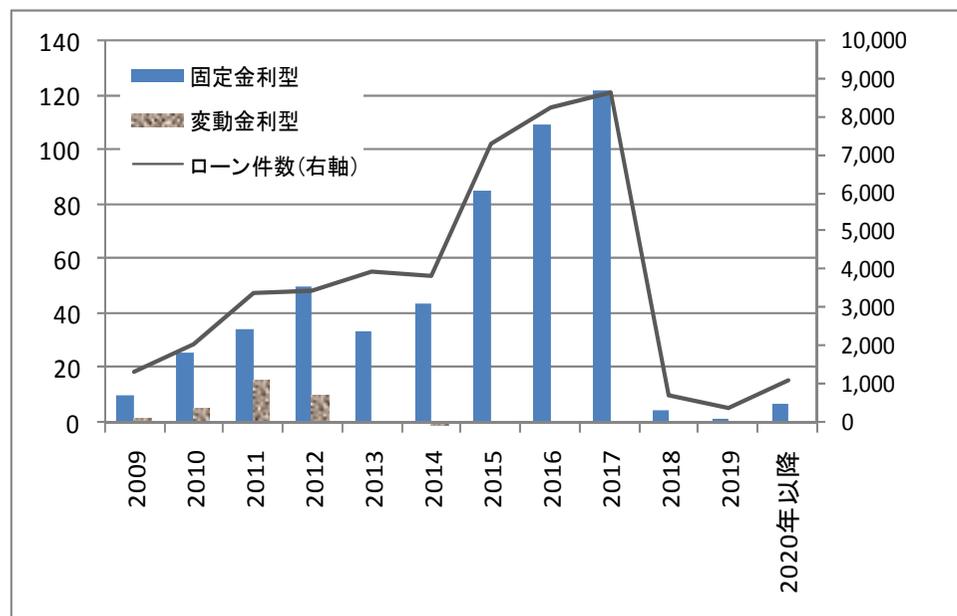


注) 横軸はビンテージ
出所) S&P

- 96年には、平均30%超であったジュニアAAA格の信用補完率は、07年には10%程度まで引き下げられていた。
- この間、格上げ比率が格下げ比率を上回る傾向が続いてきたことが、この背景にある。85年~08年で見ると、AAA格の格下げ比率は0.3%(年率、以下同じ)で、BBB格でも3.1%にとどまる。一方、AA~BBB格の格上げ比率は7~10%に達していた。

米国CMBSの満期スケジュールと満期到来ローンの返済状況

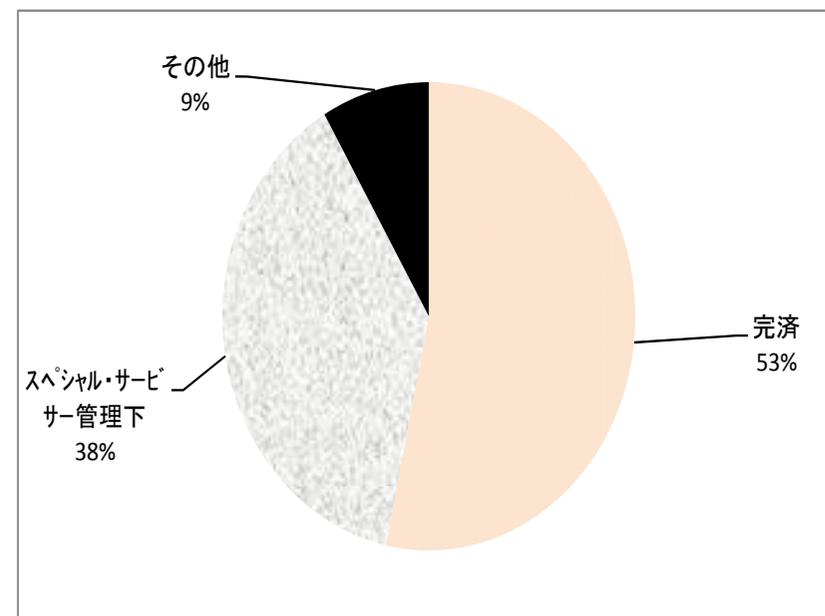
CMBSの満期スケジュール



単位 左軸 \$bn、右軸：件数
出所) S&P

- 米国商業用不動産ローンは、期間10年(か、5年物)、固定金利での発行が多い。
- 05～07年の発行増を受け、15～17年の償還が高水準。
- 今後、借換え環境は、むしろ厳しくなる。

返済期限を迎えたローンの状況(09年Q1末)

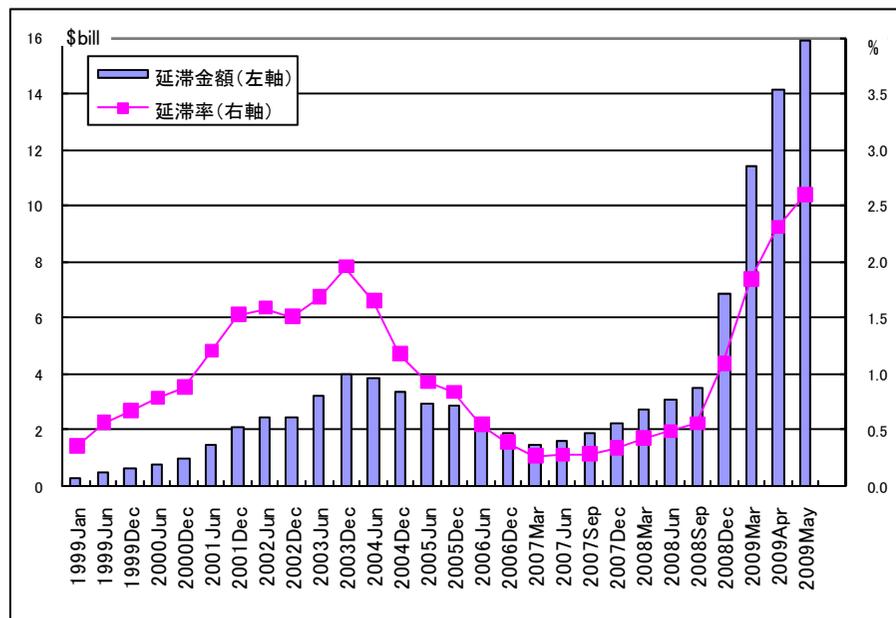


出所) S&P

- 09年Q1に満期が来る99年、及び04年のビンテージ・ローンの完済比率は53%に低下。
- スペシャル・サービサー管理下に置かれたローンの比率が大きく上昇した。
- 08年Q3、Q4の完済比率は、90.9%、91.7%であった。借換えが容易でなくなったことがうかがえる。

CMBSの延滞の推移

CMBS延滞の推移



注) 延滞額:左軸(10億ドル)、延滞率:右軸(%)

出所)S&Pのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

- リーマンの破綻以降、延滞状況は劇的に変化した。
- 09年5月の延滞率は2.6%と、03年12月の前回ピークを越えた。
- 09年5月の延滞金額は約160億ドルで、既に前回ピークの4倍に達した。今昨年12月と比べて、わずか6カ月で2倍を増えた。

物件タイプ別の延滞額の推移

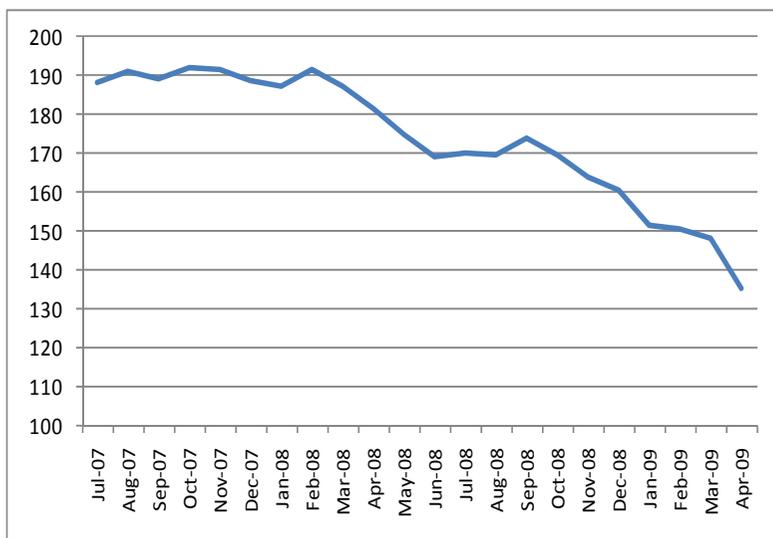
	May-09	Mar-09	Dec-08	Sep-08	Jun-08	Mar-08
ホテル等	1,866	1,326	874	300	300	210
小売	5,213	3,454	1,903	803	583	420
オフィス	2,988	2,287	1,104	589	482	297
アパート	4,397	3,356	2,384	1,500	1,504	1,485
倉庫等	463	380	230	99	86	99
その他	1,010	615	361	249	160	165
合計	15,937	11,418	6,856	3,540	3,115	2,676

注) 単位 100万ドル

出所)S&Pのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

米国商業用不動産物件価格の状況

商業用不動産価格指数の推移



注)00年初を100として、基準化

出所)Moody'sのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

- 直近、商業用不動産価格は大きく下落している。総合指数は4月に前年同期比-25.3%の下落を記録した。前月比でも、-8.6%と月間過去最大の下落。
- 最高値から-29.5%の下落。

商業用不動産物件別価格指数の推移

	Apr-09		Mar-09		Dec-08		Sep-08		Jun-08	
	指数	前年同期 変化率 (%)								
総合指数	135.31	-25.30%	148.07	-20.8%	160.46	-14.9%	173.92	-7.9%	169.28	-9.6%
アパート	-	-	157.56	-16.1%	158.12	-13.6%	178.57	-7.2%	174.51	-10.2%
倉庫等	-	-	165.05	-12.3%	165.66	-13.9%	171.37	-10.1%	170.72	-7.8%
オフィス	-	-	123.92	-28.8%	152.22	-13.5%	162.08	-8.3%	163.68	-7.8%
小売	-	-	150.09	-18.5%	172.31	-8.5%	175.00	-9.9%	175.59	-7.7%

注1)00年初を100として、基準化

注2)総合指数は月次。物件タイプは3カ月毎に計算。

出所)Moody'sのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

- 09年に入り、オフィスと小売りの物件価格が急落している。

CMBSとTALFの状況

ABS用のローン申請状況

	3月	4月	5月	6月	7月
オートローン	1,900	811	2,184	3,307	2,830
クレジット・カード	2,800	896	5,524	6,222	1,458
学生ローン	-	-	2,347	227	986
中小企業ローン	-	-	86	81	101
その他	-	-	456	1,615	37
	4,700	1,707	10,599	11,452	5,412

単位:100万ドル

出所) FRB NYのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

消費者金融ABSと中小企業証券化商品

- 適格ABSを購入する際、指定業者を通じて、政府にノンリコース(非遡及型)ローンを申請できる仕組み。
- AAA格付け(3社)の適格資産。
- 資産タイプ、年限別にヘアカット率と金利を設定。
- ローンは原則、3年。
- 指定業者は、買い方が条件を満たしているか厳格にチェックする必要があり、書類手続きに時間がかかる。
- 3月からスタート。
- 書類準備に時間がかかり、政治的なバックラッシュを懸念し、スタートは静かであった。
- 5、6月と、100億ドルを越えるローンの申請があった。
- カード・ローン、オート・ローン、学生ローンの貸し手がヘビーユーザー。
- 購入意欲は強く、発行スプレッドも年初と比べタイト化。

商業用不動産担保証券(CMBS)とTALF

- 09年2月のTALF公表には、CMBSは含まれず、失望感。
- しかし、09年4月に、6月分から09年発行以降の新規CMBSがTALF対象となることが公表された。ローン年限も5年に延長。
- 09年5月19日に、スーパーシニアであれば、09年以前のレガシーCMBSも対象に含められることに。
- 要件:AAA格(5社)のスーパーシニアに限定。ローンの年限は3年と5年。
- 6月17日の新規案件に対するローン申請はゼロ件であった。
- 5月26日のS&Pによる格付けモデルの抜本的変更報道を受け、冷や水をかけられた感も。
- 09年末に来るプログラムの終了時点を先延ばしするとの話はまだ出ていない。

PPIP(官民投資プログラム)の状況

- 銀行の抱える不良資産(証券、ローン)を、民の資本やプライシング・メカニズムに、公のファンディングや一部、保証を付け、銀行から切り離すことが目的(3月公表)であった。

- レガシー証券プログラム(LSP)
- レガシー・ローン・プログラム(LLP)

- 750~1000億ドルのTARP資金に民間資金を呼び込み、5,000億ドル程度の不良資産買い取りを目指す(当初計画)。

■ レガシー・ローン・プログラム(LLP)

- 銀行がB/Sに抱える、証券化前のローンが対象(住宅ローンと商業用不動産ローンが中心)。
- 銀行が売却を希望するローンをFDICが審査し、FDICの保証率(対額面)を決定する。残りのエクイティは、民間と財務省が50%で折半して調達。
- 保証率最大は85%なので、民間エクイティを使って、最大13倍の額面のローンを購入することができる。
- 額面近くでブックしているローンを、値段の下がった時価で処分することになる。
- SCAPで、大手金融機関は必要資本を容易に調達できたので、LLPへの期待はしぼんでいる。

■ レガシー証券プログラム(LSP)

- 民間ファンド5社が選ばれる予定であった。
- 民間ファンド調達金額に対し、同額のエクイティを財務省が拠出する。
- 同額の借り入れ金をFRBから調達することもできる。
- 拡張版TALFを組み合わせることも可能。
- 民間ファンドは市場からRMBSやCMBSの買い取りを行う。
- 向こう数週間内に、マネージャーが選ばれ、プログラムが開始される予定。

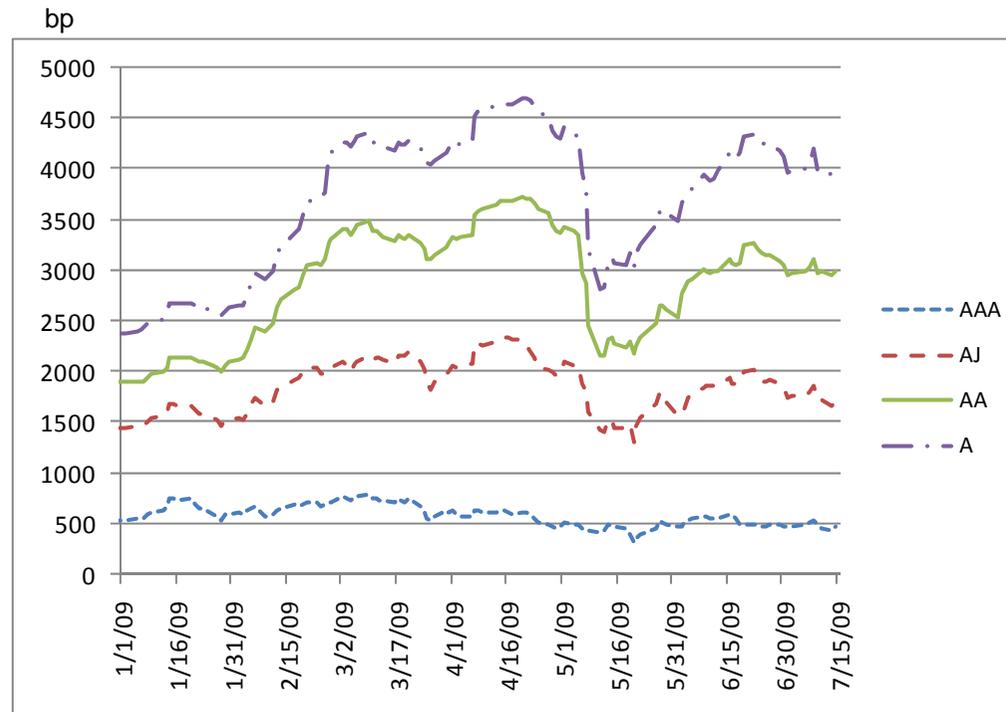
■ 7月7日に最終案が公表される

- ◆ LLPは休止。
- ◆ LSPは、政府の最大拠出額を300億ドルに縮小して開始。ただし、将来の増額の可能性は否定しなかった。
- ◆ BlackRock、Invescoを含む9社がマネージャーに選定。ただし、PIMCOは直前に辞退。

- AllianceBernstein
- Angelo, Gordon
/GE Capital Real Estate
- BlackRock,
- Invesco

- Marathon Asset
- Oaktree Capital
- RLJ Western Asset
- TCW Group
- Wellington
Management

CMBXの推移



注) AAAはスーパーシニアAAA格、AJはジュニアAAA格を指す。

出所) Markit Groupのデータに基づき、野村証券金融工学研究センター作成

- 09年に入っても、拡大を続けていたCMBXのспレッドは、5月にレガシーCMBSがTALF適格案件となることが公表され、劇的に縮まった。
- しかし、5月26日に、S&Pが格付けモデルの抜本的な変更を公表し、スーパーシニアの格付けが危うくなったことを受け、再度、広がった。
- 6月後半からは、re-REMICSの組成が増えており、спレッド縮小と関連があると言われている。

物件別の状況

- ホテル： ホテルの稼働率が急激に落ち、延滞が増加している。企業の出張コスト切り詰め、消費者の旅行手控え等を反映したもの。他のセクターと比べても、被害がかなり大きい。
- アパート： 06年頃から南部一部地域で、物件が過剰であった。失業率の増加で、賃料の支払いも遅れがちに。
- オフィス： リーマン・ショック後の人員削減で、オフィス・スペースも減少に。
- 小売り： 所得減、失業増で、モールの売上は大きく減少。郊外型大型ショッピング・モデルの場合、旗艦の大型店が撤退しているケースも見られる。
- 倉庫等： 企業のコスト削減で、延滞率上昇。

商業用不動産での著名なデフォルト事例

05～07年に、高値で売買された(+高レバレッジ)物件でプライシングされた物件で、LTV比率のコベナント条項に抵触するケースが増えている。

CMBSでは、破綻した案件はスペシャル・サービサーに渡され、回収計画を立てる。今回は、破綻案件が急増し、スペシャル・サービサーの処理許容量を超えることが懸念される。

ショッピング・モール

- GGP (General Growth Property)
 - 全米2のREITで、全米で、200を超えるモールを保有。著名なモールも多数あり。
 - 金融危機のため、レバレッジを使った買収で、規模を大きくするビジネス・モデルに急ブレーキが。
 - 物件をSPCに入れ、CMBSを使って、多額の資金を調達していた。
 - 連邦破産法申請後、これらのSPCも同時に破産申告させ、CMBS関係者から、真正隔離を侵すものとして批判を浴びている。

ホテル

- Extended Stay
 - 6月15日に破産申請。
 - 644の物件、7万6000室。
 - 74億ドルの債務の内、41億ドルがCMBS。
 - 07年にLightstoneグループがBlackstoneより、80億ドルで買収。

- Red Roof Inn
 - 米国モーテル。
 - サービサーがデフォルト状態であることを公表。
 - 340の物件。
 - 12億ドル程度の債務。
 - CMBSが3.6億ドル、証券化前のCREの形で6.5億ドル。
 - 07年に、Global Special Situation GroupがAccorから13.2億ドルで買収。

米国CMBSの格付け状況～Moody's

Moody'sの格付けアクション(09年Q1)

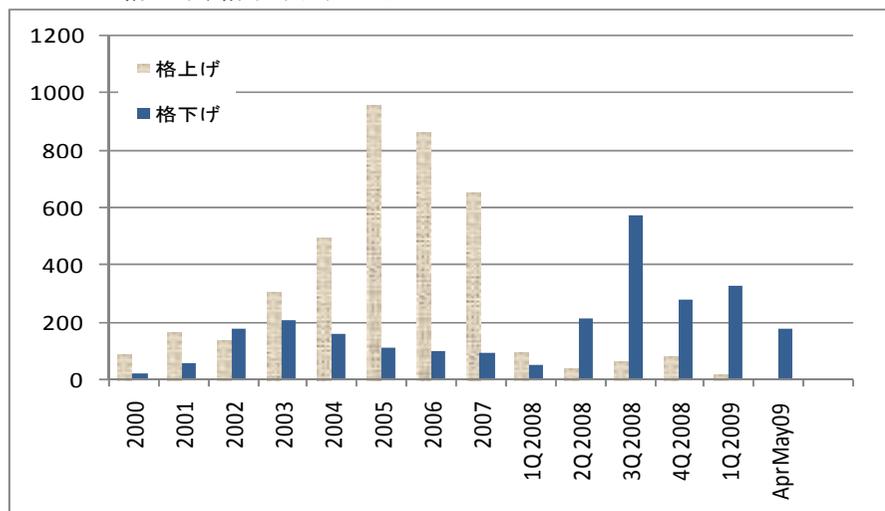
	件数	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa	Ca/C
Aaa	909	86.0	4.0	10.0					
Aa	240		1.0	58.0	41.0	0.0			
A	231			1.0	55.0	43.0			
Baa	295				4.0	30.0	60.0	7.0	
Ba	256					1.0	7.0	88.0	4.0
B	232						1.0	83.0	16.0
Caa	42							24.0	76.0
Ca/C	2								100.0
	2,207								

単位: 推移比率は%
出所) Moody's

- Moody'sの09年Q1の格下げアクション
- モデルで、想定する仮定を変更することを公表。
 - キャップ・レートを保守的な数字に全面改定。
 - 物件価格の下落幅を変更。
 - 物件から得られるキャッシュフローの数字を更新。
- これを受け、各格付けに必要な信用補完率を全面変更した(2月)。
- 3月から格付け見直しに着手。
- 見直しを行った2,207のトランシェ中、1,400弱が格下げされた。
- Aa格以下では、97%が格下げ。しかし、Aaa格では、86%が格付けを守った。格下げはジュニアAaaのみ。
- 額面ベースで見ると、2,500億ドル中、格下げされたのは500億ドル強にとどまる。
- 5月末のS&Pのモデル改変公表後、Moody'sはモデルのコンセプトは変更していないことを強調し、メザニンAAA、スーパーシニアAAAが全面的に格下げされることは当面ないと伝えた。

米国CMBSの格付け状況～S&P

S&Pの格上げ、格下げアクション



単位: 件数
出所) S&P

モデル更新に伴い、S&Pが公表した予想格付けアクション(6月26日)

ヴァインテージ	AAA格5年	AAA格7年	AAA格10年	AM 10年	AJ 10年
2008	10.0 (AA-)	30.0 (A)	95.0 (AA-)	100.0 (BBB+)	100.0 (BB+)
2007	20.0 (A)	35.0 (A)	95.0 (A-)	100.0 (BBB-)	100.0 (BB-)
2006	5.0 (A+)	15.0 (AA-)	60.0 (AA-)	100.0 (A-)	100.0 (BBB-)
2005	5.0 (AA-)	5.0 (A+)	20.0 (AA)	85.0 (A+)	95.0 (A-)

注) 予想格下げ比率と格下げが予想される銘柄の予想平均格付け。例えば、2008年ヴァインテージ、AAA格7年に対応する値は、全体の30%が格下げされ、格下げ銘柄は、平均的にA格まで引き下げられることを示す。

出所) S&P

- ◆ 08年から格下げ件数が増えていた。
- ◆ ただし、AA格以上に限定すると、08年までは格下げ比率は1%に達しなかった。
- ◆ **5月末にCMBSのAAA格を取り巻く事態は大きく変化。**
- ◆ 5月26日にfusion/conduit型のCMBS格付けモデルの抜本的な変更案を公表し、6月末に若干の修正を加え、更新モデル採用を決定。
 - ◆ LTV、DSR、地域分散、物件構成などから、標準的プールを定義し、これまでよりも大きなストレスを想定し、AAA格に必要な信用補完率を計算⇒信用補完は約20%に引き上げ。
 - ◆ Cap Rateは過去19年のデータから保守的に見積もり。
 - ◆ 実際のプールが標準的プールから乖離している場合、場合によってはペナルティも賦課し、信用補完率を決定。
- ◆ 6,500件の格付けを見直したところ、3,500超に影響を与えると結論、既にNWが付いているものに加え、新たに1,584件にNWを付けた。
- ◆ 7月14日に、格付け変更の公表を開始。30%の信用補完を持つスーパーシニアAAA格がBBB格まで引き下げられる事例も。S&Pは、今後、3~6カ月かけ、全てのCMBSの格付け変更を行う予定。

欧州CMBSの状況

- 欧州CMBS市場では、英国案件のリスクが大きいと言われている。
- 欧州CMBSは、米国と比べると、組み入れローン数が概して少なく、個別のローンの影響を受け易い。国別で、影響も異なる。
- 英国で発行されたCMBSでは、07年まで物件価格は大きく上昇。その反動で08年以降の価格下落も大きい。失業率も大きく上昇している。
- 大陸で発行されたCMBSでは、フランスやドイツのローンの組み入れ比率が高い。フランスは、ドイツと比べ、08年までの物件価格上昇率は高かったが、現状の失業率は低いという特徴がある。
- ローンの借換え困難の問題は、米国と同様に深刻。

■リスク・手数料等について

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(国内REIT、国内ETFを含む)取引の場合は約定代金に対して最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は、2,730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。商品毎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を含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合は2,730円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式(国内REIT、国内ETFを含む)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きます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式(国内REIT、国内ETFを含む)は株価の変動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きます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。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。

ユーロ債を当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。ユーロ債は、組み入れた投資対象のデフォルト有無、信用リスクの水準、金利水準、金融商品市場における相場その他の指標(外貨建ての場合は為替リスクも)の変化に対応して価格が変動すること等により、損失が生じるおそれがあります。

店頭デリバティブ取引に当たっては、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きます。各商品の評価額は、組み入れた投資対象のデフォルト有無や信用リスクの水準、金利水準、金融指標の変動等により変化し、評価損が発生する場合があります。各商品が取引終了日の前に途中で解約された場合には、この評価損が現実化することや、解約に伴う諸費用が発生することにより、損失を被る場合があります。また、デフォルトや信用リスク水準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伴い、追加で担保を差入れて頂く必要が生じる場合があります。当社の業務や財産の状況が悪化した場合に、当社が店頭デリバティブ取引に基づく義務を履行できなくなるにより、お客様に損失が生じる場合があります。詳しくは、契約締結前交付書面をよくお読みください。

資産担保証券を募集・売出等その他、当社との相対取引によって購入する場合は、購入対価のみをいただきます。資産担保証券の価格は、金利水準、担保資産となる有価証券、金銭債権、等の価格、価値、回収状況、信用状況、等の変動により、損失を生ずるおそれがあります。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。各資産担保証券毎にリスクの内容は異なりますので、詳しくは契約締結前交付書面等をよくお読みください。

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、(社)日本証券投資顧問業協会、(社)金融先物取引業協会

NOMURA

このレポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたもので、投資勧誘を目的として作成したものではありません。このレポートには、野村証券において外国証券内容説明書を作成していない銘柄について記載がなされる場合があります。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。このレポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されていますが、野村証券は、その正確性および完全性に関して責任を負うものではありません。このレポートに記載された意見は、作成日における判断であり、予告なく変わる場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスの役職員は、このレポートに記載された証券について、買い持ちしている場合があります。野村証券およびその親会社である野村ホールディングスは、このレポートに記載された証券、それら証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買い持ちまたは売り持ちのポジションを有している場合があります、また今後自己勘定で売買を行うことがあります。野村証券は、このレポートに掲載された会社に対して、引受等の投資銀行業務その他サービスを提供し、かつそれらのサービスの勧誘を行うことがあります。このレポートは、野村証券から直接提供するという方法でのみ配布いたしております。提供されましたお客様限りでご使用ください。このレポートのいかなる部分も一切の権利は野村証券に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。